

Cand.merc.aud.
Kandidatafhandling
18. december 2009

Årsregnskabets fremstilling af aktiebaseret vederlæggelse

- En empirisk analyse af oplysningskvaliteten samt en sammenligning hvorvidt interessenterne finder fremstillingen brugbar
-

Financial statements depiction of share-based payment

- An empirical analysis of information quality and a comparison whether stakeholders find the information useful

Udarbejdet af:

Christian Emil Hyldig

Vejleder: Caroline Aggestam

Censor: _____

Copenhagen Business School 2009
Institut for Regnskab og Revision
80 sider, 181.966 anslag inkl. 21 figurer á 800

Executive summary

Share-based payment has through the last 15 years been a popular remedy of wages in Danish companies. Share-based payment is used in order to minimize the dilemma known as the principal-agent problem, as well as to maintain and motivate the right staff. 45% of the companies on the Danish stock exchange are using this instrument, mostly directed at the management and leading employees. The stakeholder support that these two groups are the ones receiving this kind of salary.

When rendering the account, a company using share-based payment has some specific regulatory conditions to follow. Furthermore in order to evaluate the arrangement a set of provisions ensuring a certain amount of information in the accounting is set. These provisions are set in order to make sure that the stakeholder has the opportunity of keeping control of the administration of the company. This compulsory provision named IFRS 2 Disclosures, a part of the IFRS 2, which is an international standard of the IASB, was introduced in Denmark in 2004. IFRS 2 Disclosures is rule based, which ensures that companies as a minimum needs to orientate the content of the provision.

In general, the companies through a good orientation of their arrangements actually enable the user of the financial statements to evaluate the arrangements. It is however only 55, 29 % of the companies, who complies with the provisions of IFRS 2 Disclosure. Most companies fail to inform, how they have calculated their volatility – numbers showing that only 60% of the companies actually inform the method of calculation. There are furthermore 8 companies, who experiences considerable challenges observing other parts of the IFRS 2 Disclosures. Thus, the surveyed pattern shows that the larger a company is, including a greater exposure, the better the quality of the information given is due to be.

51% of the stakeholders are satisfied with the information given them by the companies. There is however a big difference between the groups of the stakeholder, when divided after their qualifications. Professional investors and accountants are in general satisfied with a degree of respectively 74% and 64%, whereas private investors are strongly discontented. This difference is probably mainly due to the difference in qualifications, as the professional investors and accountants has the educational qualifications enabling them to better understand the used terms. In other cases, questions however reveal that private investor has a good understanding of the terms used in the IFRS 2 Disclosures. Furthermore, the stakeholders in general agree that the IFRS 2 has improved the quality of the information.

The consequence of the financial crisis has been that many stakeholders are more negative against share-based payment (56%). They also declare that they henceforward will use more time scrutinizing this part of the financial statements. Therefore, companies in the future need to strengthen their communication towards the stakeholder in order to give the right impression of the financial statements.

Indholdsfortegnelse

Executive summary.....	2
1.0. Figur oversigt	4
1. Indledning og motivation	5
1.1. Problemformulering	6
1.2. Afgrænsning:	7
2. Metodeafsnit.....	8
2.1. Disposition.....	9
2.2. Brugte forkortelser	9
2.3. Afhandlingens målgruppe	10
2.4. Dataindsamling.....	10
2.5. Primær dataindsamling.....	11
2.6. Kildekritik	14
3. Teori afsnit	16
3.1. Generelt omkring Aktiebaseret vederlæggelse.....	16
3.2. Motiver for at benytte Aktiebaseret vederlæggelse af sine medarbejdere.	18
3.3. Sammenfatning.....	21
3.4. Interessentteori	22
3.4.2. Typer af interessentkrav	24
3.5. Interessenternes informationsbehov	27
3.6. Kommunikations teori	28
4. Regulering før og nu.	31
4.1. IFRS 2: 44-52 Disclosures bestemmelserne	34
4.2. Fokus på Aktiebaseret vederlæggelse	37
4.3. anbefalinger for god selskabsledelse	38
4.4. Nyt inden for området	39
4.5. Finanskrisen.....	40
4.6. Fair Value (Dagsværdi) diskussion	42
5. Analysen.....	45
5.1. Udbredelsen af Aktiebaseret vederlæggelse.....	45
5.2. IFRS 2 Disclosures vs. regnskaberne	51
5.3. Nørby-udvalget og finanskrisen	67
6. Konklusion	74

7. Perspektivering.....	78
8. Litteratur liste	81
8.1. Bøger	81
8.2. Artikler	81
8.3. Internet og andre resurser	82
Bilag A-O	Fejl! Bogmærke er ikke defineret.

1.0. Figur oversigt

Figur 1 – Disposition (egen tilvirkning)	9
Figur 2 - Ordningens løbetid (PricewaterhouseCoopers 2004).....	18
Figur 3 - Interessenttyper (Nygaard, Claus, 2006).....	27
Figur 4 - Interessenternes informationsbehov (Elling 2004)	28
Figur 5 - Udvikling i udbredelse af Aktiebaseret vederlæggelse (egen tilvirkning).....	46
Figur 6 - Selskaber med Aktiebaseret vederlæggelse - opdelt efter placering i handelsindeks(egen tilvirkning)	47
Figur 7 - Modtager aktiebaseret vederlæggelse - efter titel (egen tilvirkning)	48
Figur 8 - Hvem skal have Aktiebaseret vederlæggelse i virksomheden(egen tilvirkning)	50
Figur 9 - Oplyst hvordan volatilitet er opgjort - opdelt efter indeks(egen tilvirkning).....	53
Figur 10 - Hvilket forudsætninger interessenterne finder væsentlige(egen tilvirkning).....	55
Figur 11 - Aktivitet som interessenterne finder væsentlig (egen tilvirkning).....	58
Figur 12 - Transaktionerne opdelt på medarbejderniveau(egen tilvirkning)	58
Figur 13 - Interessenterne brug af udvandrings beregninger(egen tilvirkning)	60
Figur 14 - Informationskvaliteten før noterne (egen tilvirkning)	62
Figur 15 - Informationskvaliteten i noterne (egen tilvirkning)	64
Figur 16 - Informationskvaliteten samlet set (egen tilvirkning)	65
Figur 17 - Hvad syntes du generelt om informationsværdien, omkring aktieaflønnings i danske regnskaber? (egen tilvirkning)	66
Figur 18 - Hvad har IFRS 2 gjort ved informationskvaliteten? (egen tilvirkning)	67
Figur 19 - Individuel oplysning om samlet vederlag til ledelsen (egen tilvirkning).....	69
Figur 20 - Hvordan har Finanskrisen ændret på din indstilling til Aktieaflønnings? (egen tilvirkning)	70
Figur 21 - Vil finanskrisen få dig til at kigge nærmere på ledelsesaflønnings i fremtiden? (egen tilvirkning)	71

1. Indledning og motivation

Til at starte med vil jeg gerne bringe en tak til de personer og organisationer, som har været med til at gøre denne afhandling mulig. Her tænker jeg specifikt på dem der har svaret på spørgeskemaet, eller hjulpet mig med distributionen af det.

I slutningen af det sidste årtusind blev aktiebaseret aflønning mere og mere udbredt som aflønning, både i Danmark og resten af verden. Der var en mangel på åbenhed omkring værdien af disse aflønningsformer¹. Der kan ses eksempler fra regnskaber, hvor der skrives at denne aflønningsform ikke påvirker resultatopgørelsen². Såfremt man valgte at skrive om værdien af disse instrumenter, valgte man indre værdi metoden. Indre værdi metode var imidlertid ikke retvisende, da indregningskriterierne ikke medregnede tidsværdien³. Teknisk set blev der gjort forskel på om vederlag skulle indregnes, alt efter hvilket aflønningsform, der blev brugt. På dette tidspunkt blev oplysningerne også bare kort nævnt i noterne, dette skete som følge af en undtagelse i den amerikanske regulering APB 25 & FAS 123⁴.

I 2004 udgiver IASB IFRS 2, som detaljeret beskriver hvordan aktiebaseret vederlæggelse skal behandles i regnskaberne og hvad der skal oplyses overfor interessenterne/regnskabsbrugerne. Ordningerne skulle indregnes til dagsværdi, for at sikre, at tids værdien af optionerne også blev medregnet, dette ligger fin i tråd med den formueorienterede regnskabsteori.

Oplysningskravet er omtalt i IFRS 2 Disclosures afsnit 44-52. Denne del af IFRS 2 er regelbaseret, da det er minimumskrav for, hvad der skal med. De oplysninger, som skal med for at sikre at regnskabsbruger kan vurdere arten og omfanget af den aktiebaseret vederlæggelse, der har været i perioden. Vi har i Danmark været vant til principbaseret regnskabsregulering, derfor måtte det forventes, at denne ændring fra princip til regel, ville skabe lidt støj.

I 2008 vælger Erhvervs og selskabsstyrelsen at ophøje den note, hvor ledelsens aflønning bliver omtalt i til en kontrolnote, da denne er væsentlig i aktionærens kontrol med virksomhedsledelsen. Dette betyder, at selv om det er en kvalitetsnote, der ikke rykker meget ved resultatet, bliver alle uregelmæssigheder væsentlige, og kan ende i en revisionspåtegning.

I slutningen af 2005 skrev jeg sammen med min daværende gruppe, i HA-almenfaget Eksternt Regnskab, omkring, hvordan disse aflønningsinstrumenter skulle indregnes i regnskabet⁵. Jeg har

¹ Bechmann (2007)

² FLSmith Side 62 i årsregnskabet 2000.

³ FLSmith Side 59 i årsregnskabet 1999.

⁴ PricewaterhouseCoopers 2004 Side 14

⁵ Hyldig, Christian m.fl (2005)

siden denne opgave haft en interesse for denne aflønningsform. Jeg har med interesse fuldt med, når temaet har været vendt i medierne og i andre forummer.

Nu har jeg valgt at kaste mit fokus på Disclosures bestemmelserne i IFRS 2. Paragraf 44-52 handler om, hvordan den aktiebaserede vederlæggelse skal præsenteres i regnskaberne. Jeg syntes, at disse bestemmelser har været overset i tidligere cand.merc.aud. opgaver, da de har fokuseret på, hvordan aflønningen skulle indregnes, hvor mit fokus mere er på det, der sker efter regnskabet er afleveret⁶. Jeg mener dog, at disse Disclosures bestemmelser er meget vigtige, da det er med dem, at virksomheden kommunikerer til deres interessenter og omverden. Det er med denne kontrolnote, at aktionærene har mulighed for at kontrollere ledelsen. Årsregnskabet er jo en væsentlig del af virksomhedernes kommunikation med deres interessenter, derfor finder jeg det interessant at kigge på denne kontrolnote.

I det foregående år, har finanskrisen ændret meget i det finansielle marked. Der er sågar nogle, der mener, at aktiebaseret vederlæggelse var medvirkende til finanskrisens dybde. Jeg finder det derfor interessant at se på, om denne krise har ændret på interessenternes tilgang til aktiebaseret vederlæggelse.

Som beskrevet tidligere, blev disse aflønningsformer indregnet på en måde som ikke var retvisende før i tiden, og de beløb, der blev skrevet ind, var underdrevet. Der var en forventning om, at med større åbenhed ville udbredelsen falde⁷. Jeg mener, det ville være interessant at se på, hvordan de danske børsnoterede virksomheder klarer sig ud fra IFRS 2 Disclosures bestemmelserne samt interessenternes holdning til det.

1.1. Problemformulering

Jeg er på den baggrund kommet frem til denne overordnede problemformulering:

”Hvordan vises aktiebaseret vederlæggelse i årsregnskaberne og finder interessenterne fremstillingen brugbar”

Jeg mener, det er vigtigt at høre interessenterne, om de er tilfredse med den information der bliver givet, da det jo er dem der skal bruge informationerne.

Til at belyse problemformuleringen har jeg udarbejdet disse underspørgsmål:

- Hvilke sammenhænge ses der i årsregnskaberne, omkring aktiebaseret vederlæggelse?

⁶ Nielsen, Brian m.fl.

⁷ PricewaterhouseCoopers 2004 Side 15

- Præsentere virksomhederne deres aktiebaserede aflønning i regnskaberne, så det er muligt at vurdere ordningerne og sker det i henhold til IFRS 2 Disclosures bestemmelser?
- Sker præsentationen på en tilfredsstillende måde overfor interessenterne?
- Har finanskrisen ændret interessenternes holdning til aktiebaseret vederlæggelse?

Denne afhandling vil være bygget op omkring besvarelsen af disse spørgsmål.

1.2. Afgrænsning:

Opgaven tager udgangspunkt i præsentationen af aktiebaseret vederlæggelse i årsregnskaber, dog ikke ved behandling af finanskrisen, her er det interessenternes generelle holdning.

Jeg vil i opgaven ikke komme ind på de skattemæssige konsekvenser ved aktiebaseret vederlæggelse, da jeg ikke mener, det ligger inden for problemformuleringen. Jeg vil heller ikke komme ind på de organisatoriske, selskabsretlige og arbejdsretlige aspekter,

Opgaven vil tage udgangspunkt i danske børsnoterede selskaber. Grundet dette vil jeg i opgaven tage udgangspunkt i regler, der er gældende for disse virksomheder.

Opgaven vil tage udgangspunkt i bonusformen aktiebaseret vederlæggelse, f.eks. optioner eller warrant, resten vil være omtalt i afsnittet 3.1.1. De forskellige typer ordninger. Jeg vil i opgaven ikke komme ind på andre bonusformer.

Jeg vil i opgaven ikke komme ind på hvor vidt aktiebaseret vederlæggelse er en god løsning på P/A-problematikken.

I opgaven bruges udtrykket interessenter, her menes der de primære interessenter, specielt ejerne(aktionærerne), med mindre andet er nævnt.

I opgaven vil jeg komme ind på IFRS 2, jeg vil i opgaven kun omtale Disclosures bestemmelser. Opgaven vil ikke komme ind på den resterende del af IFRS 2, med mindre andet er nævnt.

I opgaven vil jeg ikke konkludere hvorvidt aktiebaseret vederlæggelse, var skyld i finanskrisens dybde. Udelukkende belyser interessenternes holdning til aktiebaseret vederlæggelse efter finanskrisen.

2. Metodeafsnit

Mit empiriske udgangspunkt er todelt: Det ene er årsregnskaberne fra selskaberne på den danske fondsbørs i følgende indeks, Large Cap, Mid. Cap og Small Cap. Det andet er en spørgeskemaundersøgelse blandt professionelle investorer, private investorer og revisorer.

Opgavens udgangspunkt er at gennemgå de nyeste regnskaber, det vil sige 2008 regnskaberne. Med hensyn til dem, der har forskudt regnskabsperiode f.eks. Coloplast har jeg taget det, der var tilgængeligt den 22. juni 2009.

Jeg tager udgangspunkt i gældende lovgivning dansk og international, hvilket betyder et stærkt fokus på de internationale regnskabsstandarter, med specielt fokus på IFRS 2.

Igennem opgaven vil jeg bruge udtrykkene "aktiebaseret vederlæggelse", "aktie løn" og incitamentsaflønning m.v. Disse begreber vil dække over det samme. Jeg vil ligeså bruge udstykkerne selskaber, virksomheder og firmaer, disse er også dækkende over det samme.

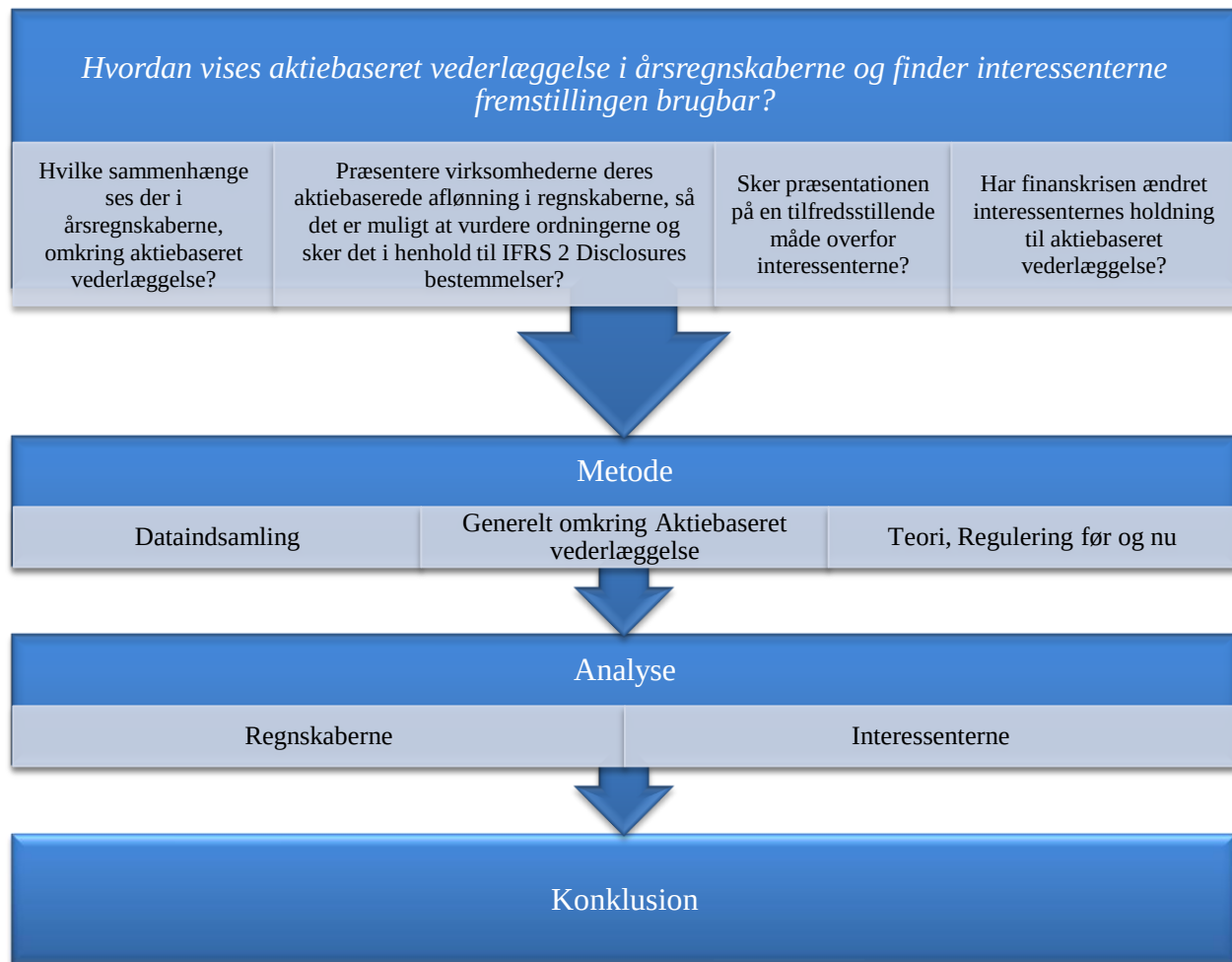
Første del af opgaven omhandler de generelle forhold, der er omkring aktiebaseret vederlæggelse, hvilke typer ordninger og hvordan deres forløb er. I dette afsnit kommer jeg også ind på de begrundelser virksomhederne kan have, for at indføre denne aflønningsform. Dette efterfølges af et kapitel med interessant teori, det er vigtigt at få denne med, for at forstå interessenternes handlemåde. Som afslutning på første del er en gennemgang af kommunikationsteorien med omdrejningspunkt i årsregnskabet.

Anden del er en gennemgang af reguleringsforhold. Først en gennemgang af, hvorfor IFRS 2 var så ønsket, med eksempler på hvordan det regnskabsmæssigt så ud i EU og USA op til 2004 hvor IFRS kom. Dette efterfølges af en gennemgang af IFRS 2's Disclosures bestemmelser, det er dem, der indikere hvad, der som minimum skal med i regnskaberne. Anden del afsluttes med det nyeste inden for IFRS 2 verden. I dette vil jeg komme ind på finanskrisen og dens følger for aktiebaseret vederlæggelse. Efterfølgende et kig på den diskussion der er omkring dagsværdi som en måleværdi.

Tredje del af opgaven er analysen.

Opgaven afsluttes med en konklusion.

2.1. Disposition



Figur 1 – Disposition (egen tilvirkning)

2.2. Brugte forkortelser

APB =	Accounting Principles Board Opinion
Cap =	Capitalization
ECB =	European Central Bank
EPS =	Earnings per share (Indtjening pr. aktie)
FAS =	Financial Accounting Standards
FASB =	Financial Accounting Standards Board
FED =	Federal Reserve (Amerikanske centralbank)
IARSCF =	International Accounting Standards Committee Foundation
IASB =	International Accounting Standards Board
IFRS =	International Financial Reporting Standards
IFRSC =	International Financial Reporting Interpretations Committee
Lovbek.=	Lov bekendtgørelse

P & A =	Principal & agent
RS =	Regnskabsvejledning
SEC =	Securities and Exchange Commission
SFAS =	Statement of Financial Accounting Standards
US GAAP =	U.S. generally accepted accounting principles
ÅRL =	Årsregnskabsloven

2.3. Afhandlingens målgruppe

Målgruppen for opgaven må betegnes som personer med en interesse indenfor aktiebaseret vederlæggelse, samt studerende og undervisere på cand.merc.aud. Målgruppen er også personer med interesse inden for den kommunikationsmæssige udfordring der er forbundet med aktiebaseret vederlæggelse overfor interessenterne.

2.4. Dataindsamling

Dette afsnit og de følgende er lavet med inspiration fra ”Den skinbarlige virkelighed” af Ib Andersen.

2.4.1. Primærdata

Primærdata er data, som jeg selv har indsamlet. I dette tilfælde er det mit analyse arbejde på regnskaberne, mit spørgeskema og mit interview⁸. Data sættene vil blive underlagt en række deskriptive forhold for at kunne bruges til at belyse problemstillingen. Denne dataindsamling vil blive detaljeret beskrevet i afsnittet efter sekundærdata. Stamdata fra dataindsamlingen vil være at finde i Bilag N & Bilag O.

2.4.2. Sekundærdata

Sekundærdata er oplysningerne der er indhentet fra allerede eksisterende datakilder.⁹ Der har været god mulighed for at benytte CBS's resurser til at fremskaffe disse kilder. I de tilfælde hvor de ikke har været dækkende har jeg søgt på internettet, for at finde frem til den søgte kilde, dette er blandt andet sket i forbindelse med at finde artikler omkring finanskrisen eller det nyeste inden for dagsværdibegrebet.

2.4.2.1. Sekundær dataindsamling

I forbindelse med indsamling af videnskabelige artikler med lovgivning og teori, er brugt CBS's biblioteks facilitet samt Google søgninger. Biblioteks faciliteter dækker over bøger og søgedatabaser, begge disse kilder er kendetegnet ved at være mere videnskabeligt valide end en almindelig internetsøgning, specielt Thomsom Online har været brugt til konkrete databasesøgninger. Jeg lagde

⁸ Andersen, Ib, 2005, s. 47

⁹ Andersen, Ib, 2005, s. 47

ud med at søge efter ord som "IFRS 2" samt de teoretiske tilgangsvinkler, jeg ville tage på opgaven. Lovgivningsmæssige forhold kunne findes ved almindelige søgninger på nettet, da disse altid ligger tilgængeligt på offentlige hjemmesider. Der har også været god information at hente på standardudviklernes hjemmesider.

2.5. Primær dataindsamling

2.5.1. Undersøgellesdesign overfor regnskaberne

Til en væsentlig del af min analyse, skal jeg bruge det nyeste årsregnskab fra alle de noterede selskaber på fondsbørsen. På Nasdaq's hjemmeside fandt jeg en opgørelse over alle de noteret papirer¹⁰. Listen er rangeret med de mest omsatte papirer øverst. Se den fulde liste i Bilag A. Der er 199 noteret papirer, på grund af at nogle selskaber både har noteret en A og en B aktie, for eksempel Carlsberg, er der kun 191 forskellige selskaber. Indsamlingen af disse regnskaber er sket fra de respektives selskabers hjemmesider, samlet litteraturliste for denne indsamling er i Bilag B. Der er kun medtaget de aktier, der lå på den gamle københavnske fondsbørs, dermed er selskaber, der er noteret på First North ikke medtaget.

Selskaberne har jeg yderligere inddelt efter deres handelsindeks. Opdelingen er den kendte fra Nasdaq OMX¹¹:

- Large Cap – 25 stk.
- Mid Cap – 50 stk.
- Small Cap – 116 stk.

De største selskaber har deres aktier i Large Cap, disse aktier er som regel mere likvide end papirer placeret i de andre indeks. Opdelingen gøres for at se om der er tendenser ud fra deres placering og dermed eksponering.

2.5.2. Pilotundersøgelsen

For at sikre at jeg havde de rigtige analyseparametre til analysen af de 191 regnskaber, lavede jeg en lille pilotundersøgelse af aflønningsdelene i 20 tilfældige regnskaber¹². Ud fra denne gennemgang, så jeg nogle tendenser og det gav mig mulighed for at sætte de rigtige parametre op for undersøgelsen af alle regnskaberne. Resultaterne af denne undersøgelse, brugte jeg til at sikre at mine analysespørgsmål arbejdede hen imod min problemstilling.

¹⁰ OMXC20stillingen

¹¹ Aktier

¹² Andersen, Ib 2005

2.5.3. Analysespørgsmål

Analyse spørgsmålene er en sammensætning af IFRS 2 Disclosures bestemmelser, som kan ses i afsnit 4.1. IFRS 2: 44-52 Disclosures bestemmelserne. (Spørgsmålene kan ses i Bilag C). De spørgsmål, som jeg besluttede mig for at gå videre med, har jeg så analyseret op imod alle 191 regnskaber. De fleste af spørgsmålene er meget konkrete, et spørgsmål som ” Er der aktiebaseret vederlæggelse i virksomheden?” er meget konkret svaret med et ja eller nej. Der er dog nogle af spørgsmålene, hvor det er min vurdering, der er afgørende, dette betyder også, at det er min personlige vurdering af data der bliver afgørende. Dette ses for eksempel i spørgsmålet ” I hvilken grad er det muligt at vurdere arten og omfanget”. Jeg har ved disse spørgsmål været bevidst omkring problemstillingen og så vidt det er muligt forsøgt at behandle alle virksomheder ens, jeg mener dog ikke af disse spørgsmål kan undlades, da de er meget vigtige for undersøgelsen.

2.5.4. Undersøgellesdesign overfor interessenterne

Til at analysere interessenternes holdning i forhold til min problemstilling, har jeg både indhentet kvantitative og kvalitative data. De kvantitative data er indsamlet ved hjælp af en spørgeskemaundersøgelse. De kvalitative data er indsamlet i forbindelse med et interview. Interviewet er af en revisor med stor erfaring ud i IFRS'erne, for at få en understøttelse og uddybelse af de svar, som revisorerne har givet til spørgeskemaet.

2.5.5. Spørgeskemaet

Jeg har valgt en standardiseret spørgeskemaundersøgelse, som jeg har distribueret via Internettet. På denne måde kommer jeg ud til mange respondenter uden at have f.eks. geografiske problemer. Fordelen ved et standardiseret spørgeskema er, at det er de samme spørgsmål alle svarer på, dermed kan de hurtigt sammenlignes. Ulempen er, at det ikke er særligt fleksibelt, dette har jeg forsøgt at komme udenom, ved at give mulighed for fri tekst, hvor jeg vurderede det var nødvendigt. For efterfølgende at kunne sammenligne besvarelsene og kunne behandle dem, har jeg valgt at omforme alle svarene til en talværdi¹³.

En mulig kritik af spørgeskemaet kan være, at respondenterne vil forsøge at sætte sig selv i det bedste lys ud fra spørgsmålene. Det har jeg forsøgt at undgå ved at gøre tydeligt opmærksom på anonymiteten¹⁴. Der er også et andet kritikpunkt, nemlig at respondenterne kan have tendens til at svare, som de tror, jeg vil have dem til at svare. Nogle sagde, at de ville svare ”godt”, hvorefter jeg understregede overfor dem, at alle svar kunne bruges.

¹³ Andersen, Ib, 2005, S 209

¹⁴ M. Hansen 2008, S. 87

2.5.6. Distribution af spørgeskemaet

Spørgeskemaet er sendt ud til 3 typer af interessenter: Professionelle investorer, private investorer og revisorer. Der er også en gruppe, der hedder andet, hvilket betyder, at jeg har ud fra respondenterne svar i fritekstfeltet "andet" har lagt dem ind i de grupper, som de hører til, f.eks. en der havde skrevet "analytiker" er sat ind under professionelle investorer. Disse grupper er valgt, da de må vurderes som værende primære interessenter, læsere og dermed regnskabsbrugere af regnskaberne.

Jeg satte en nedre grænse for hvor mange respondenter der skulle svare på spørgeskemaet, denne grænse blev sat til 40. Denne grænse er sat for at sikre en god validitet og at jeg dermed kan konkludere ud fra svarene. Jeg har endvidere forsøgt at få en fordeling, hvor der er lige mange i hver gruppe.

For at få kontakt med nogle private investorer, da disse viste sig at være de sværeste at få fat på, tog jeg kontakt til Dansk Aktionær Forening, der var så venlige at distribuere det til et par af deres medlemmer. For at skaffe så mange professionelle investorer som muligt, kontaktede jeg de virksomheder, hvor disse normalt sidder. Virksomheder inden for brancherne bank, investering, forsikring pensionskasser, analysebureauer mv. For på denne måde at få en direkte mail til en i organisationen med viden inde for området og så jeg kort fik mulighed for at præcisere formålet med undersøgelsen. Jeg havde også udformet en lille mail med problemformulering og præsentation af mig og min undersøgelse, som blev sendt med til alle, se Bilag D.

Til at hoste/distribuere mit spørgeskemaskema valgte jeg at søge om tilladelse, til at bruge defgo.nets internetbaserede system. Defgo.net er et managementinformationsredskab, der kan anvendes til dataindsamling, dataanalyse og datavisualisering via et internetbaseret rapportsystem. Defgo.nets system har en høj grad af data- og systemsikkerhed. Via defgo.net har jeg kunnet distribuere skemaet gennem et hyperlink, som jeg satte ind i ovennævnte e-mail.

2.5.7. Tidsforløbet for undersøgelsen

Spørgeskemaet blev udformet og testet sidst i september 2009. Da jeg var tilfreds med resultatet blev det sendt ud. Spørgeskemaundersøgelsen blev dermed foretaget fra først i oktober 2009 til den 9. november 2009. Jeg begyndte fra starten at kontakte virksomheder samt at distribuere det ud til de andre grupper.

2.5.8. Spørgeskemaets indhold

Spørgeskemaet er i sin fulde form vedlagt i Bilag E. Her kommer en kort gennemgang af spørgsmåls typerne. I spørgeskemaet er der først et par generelle spørgsmål omkring erfaring og kendskab til aktieafklønning. Så kommer der nogle spørgsmål ind til de områder, som ifølge IFRS 2 skal med i

et regnskab, se mere om dette i afsnittet 4.1. IFRS 2: 44-52 Disclosures bestemmelserne. Dernæst kommer der nogle spørgsmål omkring hvilke afsnit i regnskabet, man anser for mest betydningsfuldt. Dette for at vurdere placeringen af afsnittet omkring aktiebaseret vederlæggelse. Så kommer der nogle spørgsmål omkring finanskrisen. Finanskrisen har haft stor betydning for denne form for incitament aflønning. Og så et spørgsmål omkring, hvem der skal have denne form for aflønning.

2.5.9. Resultatet af spørgeskemaundersøgelsen.

Spørgeskemaet er svaret af 54 respondenter. Det er dog ikke alle, der har svaret hele spørgeskemaet færdig, der kan være mange grunde til dette: Enten har de ikke forstået et spørgsmål, eller også er de blevet forstyrret undervejs eller andre muligheder. I alt 11 har stoppet undervejs, disse bliver sorteret fra. Dette resulterer i 43 brugbare resultater. Jeg har vurderet dem som har trykket andet og sat dem ind under de andre grupper, der var 8 der havde trykket andet. Type af respondenter bliver dermed som følgende:

Professionelle investorer 19 stk. 44 %

Private investorer 13 stk. 30 %

Revisorer 11 stk. 26 %

Jeg er godt tilfreds med resultatet, de professionelle som er i flertal er også dem der har mest kontakt med markedet. Med mit interview med en revisor er jeg med til at højne denne. Jeg mener dette er en god og repræsentativ fordeling af svarene, som bestemt kan arbejdes videre med. Respondentmængde er dog for lille til, at jeg vil regne på de talmæssige værdier af standartafvigelse og varians.

2.6. Kildekritik

Jeg er klar over at der er et kritikpunkt i den henseende, at der kun er en forfatter til denne opgave. Til at sikre at min personlige holdning ikke overskygger og fordrejer kilderne, har jeg støttet mig kraftigt til kildernes udsagn. Jeg har igennem hele opgaven været bevist omkring dette kritikpunkt, og dets betydning for opgavens konklusioner.

2.6.1. Regnskabsundersøgelsen

I min undersøgelse har jeg opsat nogle undersøgelses parametre, som er taget direkte fra IFRS 2 og Nørby udvalget. Dette er gjort for at sikre, at mine resultater har den rette vinkel. Begge er ret konkrete i deres henstillinger af, hvad der skal med, derfor er det muligt at sætte disse op i et skema. Dette er gjort for at undgå, at undersøgelse ikke er min holdning til, hvad der skal med, men et udtryk af om regnskaberne indeholder det der er foreskrevet i IFRS 2 og Nørby-udvalget.

Jeg har dog opsat et par parametre, der ikke er at finde i IFRS 2 eller Nørby-udvalget, disse er med for at belyse problemstillingen fra en overordnet vinkel. Denne type parametre kan have tendens til at være farvet af min holdning, dette har jeg forsøgt at undgå ved at lave dem så neutrale som muligt. Behandlingen af dem har været med en så neutral tilgang som muligt, samt været bevist omkring dette problem i behandlingen.

Jeg har i denne undersøgelse forudsat, at virksomhederne har oplyst i deres regnskab, hvis de bruger denne form for aflønning. En virksomhed, der benytter den, men slet ikke omtaler det i deres regnskab, vil derfor ikke blive opdaget. Jeg er klar over denne problemstilling, men jeg vælger at stole på revisors årvågenhed.

2.6.2. Spørgeskemaet

I formuleringen af spørgsmål, var det vigtigt for mig at de blev skrevet i et sprog som mange forstod og ikke et ”revisor sprog”, jeg fik det derfor testet af personer med begrænset viden inden for området. Dermed sikrede jeg at interessenterne forstod spørgsmålene, og der ikke på denne baggrund blev misforstået spørgsmål og dermed svaret ”forkert”. For at sikre mig at interessenterne svarede efter deres hensigt, indsatte jeg et ”ved ikke” på flere af spørgsmålene. Jeg har i udformningen af spørgeskemaet tilstræbt at de skulle udformes neutralt, og med neutrale svarmuligheder, dette er gjort for at sikre at det er respondenternes holdning der kommer til udtryk¹⁵.

2.6.3. Sekundære kilder

De bøger jeg har brugt, har hovedsageligt været lærebøger, som man må forvente har en hvis validitet, da de er godkendt af uddannelsesinstitutioner. Jeg har også benyttet mig af bøger som er udgivet af offentlige organisationer eller standardsættere, som må opfattes som halv offentlige. Disse udgivelser må som udgangspunkt opfattes som værende pålidelige. De forskellige revisionshuse kommer til tider med publikationer inden for forskellige revisionsorienteret områder. De er også kommet med en del materiale, der berører min problemstilling. Disse publikationer er af officøs karakter, men må alligevel opfattes som værende stærkt pålidelige, disse publikationer er dog kun brugt i samspil med andre kilder, for at sikre en højere validitet.

Jeg har i opgaven også brugt internetkilder som en af mine informationskilder, der kan være en vis usikkerhed omkring disse kilder. Hjemmesiderne er officøse hjemmesider, disse kan typisk være lavet af interesseorganisationer, politiske partier eller virksomhed. Disse sider kan ikke opfattes som 100 % pålidelige, da forfatterne kan have en interesse i at se tingene fra en bestemt vinkel. Dette er noget jeg har været opmærksom på, de steder hvor det har været muligt, har jeg forsøgt at

¹⁵ M. Hansen 2008 kap. 6

finde mere end en kilde. Det skal dog understreges, at jeg som hovedregel har brugt offentlige hjemmesider eller standard sætternes hjemmesider. Disse typer af hjemmesider, må på lige fod som bøgerne opfattes som værende pålidelige.

Det er min opfattelse, at de anvendte kilder generelt har været væsentligt retvisende og af en så vald karakter, at mindre usikkerheder i kilderne ikke har haft betydning for opgavens udformning og konklusioner.

3. Teori afsnit

Det er vigtigt at få de grundlæggende begreber på plads omkring problemstillingen. Dette er med til at sikre, at læseren får en bedre forståelse af de konklusioner der kommer frem af analysen.

3.1. Generelt omkring Aktiebaseret vederlæggelse

Jeg vil i de følgende afsnit komme ind på det grundlæggende omkring aktie aflønning. Hvilken type aflønning kan der være tale om. Hvordan løber en option? Motiver virksomheden har for at benytte sig af denne aflønningsform. Det er vigtigt at få disse begreber på plads for at sikre en god forståelse af de begreber der bliver brugt i opgaven.

3.1.1. De forskellige typer ordninger

Her følger en oversigt over de mest udbredte typer af Aktiebaseret vederlæggelse som anvendes i Danmark, samt en kort beskrivelse over hvad de forskellige er:¹⁶ ordningerne inddeles yderligt mere af IFRS 2 i to grupper egenkapitalordninger og kontantordninger. Det er kun nr. 6 der er en kontantordning. Det specielle ved kontantordninger er, at de skal dagsværdiberegnes ved hver statusdag til udløb, for så at modposteres som en forpligtelse. En egenkapitalordning dagsværdiberegnes kun ved tildelingen, og modposteres på egenkapitalen.

1. Medarbejderaktier
2. Optioner
3. Warrant
4. Aktietildelingsordninger
5. Konvertible gældsbreve
6. Fantomaktier/kontantordninger

¹⁶ PricewaterhouseCoopers, 2004

3.1.1.1. Medarbejderaktier

Medarbejderaktier betyder at medarbejderne tildeles aktier i virksomheden til en favørkurs. Disse ordninger skal være generelle for alle medarbejdere, for at det kan ske under gunstige skatteforhold. Forhold som ligger uden for denne afhandling i henhold til afgrænsningen.

3.1.1.2. Optioner

Aktieoptioner er retten, men ikke pligten til at købe allerede udstedte aktier til en forudbestemt udnyttelseskurs, efter en bestemt periode. Disse rettigheder udløber på et tidspunkt. Udnyttelseskursen behøver ikke at være fast, men kan godt stige med f. eks. 5 % hver år.

3.1.1.3. Warrant

Warrant minder meget om optioner, her er det bare en tegningsrettighed. Det vil sige, at den underliggende aktie ikke eksisterer før en warrant bliver udnyttet, hvor den så bliver tegnet. Warrants ordninger skaber dermed flere aktier. Denne type ordning har dermed en udvandingseffekt af EPS

3.1.1.4. Aktietildelingsordninger

Denne ordning er, når virksomheden får mulighed for at forære medarbejderne en mængde aktier på et bestemt tidspunkt i fremtiden, svarende til en udnyttelseskurs på 0.

3.1.1.5. Konvertible gældsbreve

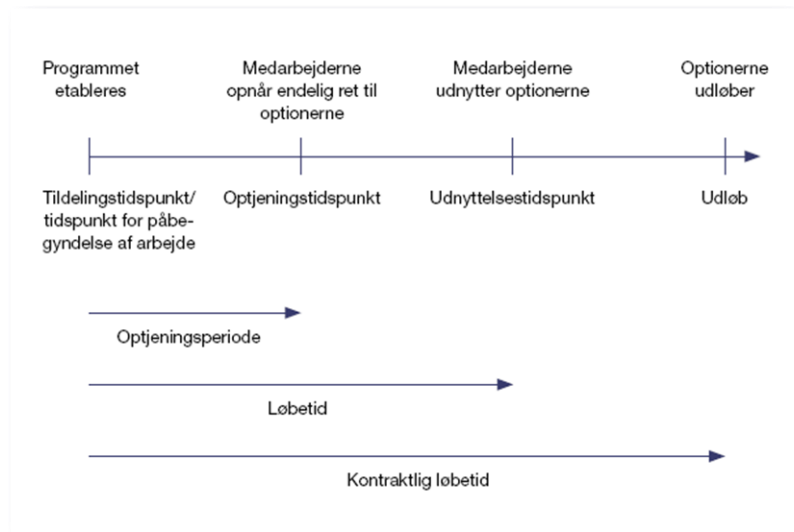
Konvertible gældsbreve er lån til virksomheden tilknyttet med en ret til at tilbagebetalingen kan ske i aktier. Denne ordning bruges kun i begrænset omfang, da den kræver at medarbejderen afgiver likviditet til virksomheden.

3.1.1.6. Fantomaktier/kontantordninger

Disse typer ordninger er hvor medarbejderen får udbetalt en kontantbonus svarende til forskellen imellem udnyttelseskursen og aktiekursen. En ordning hvor medarbejderen selv kan vælge, om det skal være en aktie eller kontant udbetaling, fortolkes også som en kontantordning.

3.1.2. Ordningens løbetid

En ordning har følgende forløb. Programmet etableres, dette er tildelingstidspunktet, det er også i dette tidspunkt at værdien gøres op. Værdien fordeles så ud over optjeningsperioden, som er frem til det tidspunkt hvorfra medarbejderen kan benytte ordningen. Medarbejderen har så mulighed for at udnytte optionen inden den udløber. Forløbet er vist i Figur 2 - Ordningens løbetid (PricewaterhouseCoopers 2004).



Figur 2 - Ordningens løbetid (PricewaterhouseCoopers 2004)

3.2. Motiver for at benytte Aktiebaseret vederlæggelse af sine medarbejdere.

Virksomhederne kan have mange forskellige motiver til at indføre aktiebaseret vederlæggelse. Jeg vil i det følgende nævne de 6 mest oplagte begrundelser. Det er de motiver, der oftest nævnes i litteraturen. Motiverne er ikke enkeltstående, men kan godt benyttes i en kombination. Motiverne er som følgende¹⁷:

1. **Principal/Agent problematikken** optræder, når der er kræfter i virksomheden, der har forskellige mål. Ejerne vil gerne optimere profitten og ledelsen vil gerne have en god karriere, men en stor løncheck. Ved at give medarbejderne aktier i firmaet kommer medarbejderne i samme båd som ejerne og har derfor samme mål.
2. Aktiebaseret vederlæggelse er et værktøj til at **fastholde og tiltrække kvalificeret medarbejdere**, da der kan ligge en potentiel stor økonomisk gevinst for medarbejderen.
3. Ved hjælp af Aktiebaseret aflønning kan virksomheden udskyde et **likviditets** pres.
4. Historisk har der også været **regnskabsmæssige begrundelser** for at give aktiebaseret aflønning.
5. Aktiebaseret vederlæggelse kan være med til at **øget shareholder value & forbedret corporate governance**. Dette gør virksomheden mere interessant på aktiemarkedet.
6. Det **skatteforhold** skal også tages med i beregningen. Eventuelle motiver eller formål vil ikke diskuteres i denne afhandling.

¹⁷ Banner-Voigt, Erik og Søren Rasmussen: 2004 S. 41-48

3.2.1. Principal/Agent problematikken

Principal/agent problematikken opstår når 3 faktorer er til stede, når både P&A er nyttemaksimerende, der er ufuldstændig information og interessekonflikter¹⁸.

I en virksomhed opstår der problemer når ejeren(principaler) og ledelsen(agenter) ikke er den samme. Hermed er de 3 faktorer til stede som skaber problemet – nyttemaksimering, ufuldstændig information og interessekonflikter. Dermed er der risiko for, at der opstår moral hazard fra lederens(agentens) side, da medarbejderes indsats har direkte indflydelse på ejerens(principalens) udbytte¹⁹. Her er der behov for en let form for kontrakts forhold, for at holde virksomheden på sporet. Dette problem omtales i den neoklassiske økonomiske teori som Principal Agent problematikken²⁰. Problematikken opstår når ledelsen og ejerne ikke har de samme mål, og der kan opstå situationer hvor deres individuelle mål kommer i konflikt med den hinandens mål. F.eks. når ejerens mål omkring maksimering af rigdom kommer i konflikt med medarbejderens personlige prestige mål. Teorien har været omtalt i mange år, men bliver først formaliseret omkring 1970'erne, før det er tankerne dog omtalt inden for ejendomsretlig- og organisations-teori²¹. De efterfølgende år blev teorien videre tænkt og udviklet.

Problematikken kan løses ved, at ejerne opsætter kontrol/overvågningsfunktioner, der gør, at de modtager fuld information og at de sikre sig, at medarbejderne arbejder mod bestemte mål. Dette er dog ikke muligt i en dynamisk verden, som de virksomhederne befinder sig i. Det ville kræve, at aktionærerne var fysisk til stede ved alle processer i virksomheden. Til at varetage denne overvågningskontrol er bestyrelsen, men eftersom at bestyrelsen kun i begrænset omfang er aktionærer, kan bestyrelsen også betegnes som en agent. Det er ikke muligt for bestyrelsen at overvåge alt, så derfor har de heller ikke fuld information. Derfor vælger ejerne et andet værktøj i forsøget på at løse problemet. Ved at tilbyde medarbejderne og ledelsen aktiebaseret vedlæggelse og dermed gøre en del af deres løn afhængig af aktiekursen, giver man medarbejderne de samme incitamenter som ejerne, dermed får de samme mål. Carlsberg bruger denne begrundelse for at etablere sit aktieoptionsprogram i 2000²².

Den aktiebaserede vederlæggelse er med til at give medarbejderen en følelse af, at de er mere værdsatte, da medarbejderne føler, at får en økonomisk gevinst ved den ekstra indsats og ikke bare

¹⁸ Nygaard , Claus: 2006 s.104

¹⁹ Eisenhardt, Kathleen 1989

²⁰ Hartmann, Stig 2007/2008

²¹ Agency Theory forum

²² Carlsberg årsregnskab 2000 s. 16

et klap på skulderen. Denne ekstra indsats skulle gerne bevirke, at virksomheden bliver mere værd, noget som ejerne er interesseret i.

Der er dog også kritik af at bruge aktieafløbning som løsning på P/A-problematikken²³. Der er mange i samfundet, der taler for, at det er en god løsning på P/A-problematikken, da det giver ledende medarbejdere samme incitament som aktionærerne(ejerne). Jeg mener dog ikke, det er muligt at skabe denne ens incitament struktur. De ledende medarbejders vil stadig have et incitament karriere og succes, dette vil ofte være meget kortsigtet, da de formentligt vil have mange job igennem deres arbejdsliv. Det er heller ikke sikkert, at ledelsen har den samme risikoprofil som ejerne, når man gør ledelsens formue afhængig af aktiekursen, kan der være risikofylde beslutninger, som de ikke vil tage. De ledende medarbejdere kan tilbageholde de gode ideer indtil de ved, at strike kursen er sat, dette er til fordel for dem selv, men ikke nødvendigvis aktionærerne²⁴.

3.2.2. Fastholde og tiltrække kvalificeret medarbejdere

Frem til 2008 havde Danmark en massiv højkonjunktur, som gjorde at arbejdsløsheden faldt til et historisk lavt niveau²⁵. Dette gjorde at mange virksomheder havde svært ved at tiltrække/fastholde kvalificeret medarbejdere. TK Development nævner det direkte i deres regnskab, som værende begrundelsen for at de benytter aktiebaseret vederlæggelse²⁶. Ved at tildele medarbejderne aktier i virksomheden, får de et større tilhørsforhold til virksomheden, hvilket i sig selv kan være motive-rende. Virksomhederne i dag bliver nød til at have en konkurrencedygtig lønstruktur for at tiltrække og fastholde kvalificeret medarbejdere. For at opnå dette kan aktieafløbning være en vigtig ingrediens. Det skal dog nævnes i 2008 var der kun aktieafløbningsinstrumenter i 8,7 % af ledernes løn pakker i DK. For ledere de tjente mere end 100Tkr. om måneden er dette tal dog 29 %²⁷.

3.2.3. Likviditet

Alle virksomheder skal holde øje med deres likviditet. Det nævnes ofte som at være en af de væsentligste årsager til at nystartede virksomheder får problemer²⁸. Eftersom at medarbejderne typisk først kan udnytte instrumenterne efter en årrække, udskyder man likviditetspresset. I tilfælde af at virksomheden vælger at gå ud i markedet og opkøbe de underliggende aktier, for at afdække sig risikoen, forsvinder denne fordel. Såfremt man tildeler medarbejderne warrant eller konvertible obligationer, er der ingen likviditetspres.

²³ Professor Michael Møller 2005

²⁴ Inspiration til dette afsnit er kommet fra en forelæsning jeg havde på HA-alm ved Professor Michael Møller i 2005.

²⁵ Historisk lav arbejdsløshed

²⁶ TK Development årsregnskab 2008 S. 42

²⁷ Lederne: Aktieløn 2008 s. 17

²⁸ Likviditet i virksomheden

3.2.4. Regnskabsmæssige begrundelser

Til tider argumenterer virksomhedsledere for, at de ønsker at etablere en aflønningsordning, hvor den ”reelle” værdi af aflønningen ikke tynger regnskabet. Der vil som oftest være tale om en børs-noteret virksomhed eller en der er tæt på at blive det, de vil ikke have, at den fulde værdi tynger regnskabet. Dette er dog ikke muligt i DK efter indførelsen af IFRS 2, men tidligere så man eksempler på dette. Et eksempel er Novo Nordisk, som i deres årsrapport fra 2000 beskriver, hvordan de har tildelt optioner for en værdi af 95 mio.²⁹, men at dette gøres uden at indregne nogen omkostning³⁰. Det skal dog nævnes, at dette var fuldt lovligt på daværende tidspunkt.

3.2.5. Øget shareholder value & forbedret corporate governance

Ved at have et program for aktiebaseret vederlæggelse signalerer virksomheden, at den forsøger at knytte medarbejderne og ejerne bedre sammen. Dette er noget som specielt udenlandske investorer efterspørger. Dette giver også et signalet man forsøger at fastholde de bedste medarbejdere.

I gennem det sidste stykke tid har der været eksempler på ordninger, der ikke var til det bedste, for aktionærerne. Niels Valentin i Roskilde Bank havde et program, som på et tidspunkt var 115 millioner værd³¹. Et par år efter var Roskilde Bank konkurs. Ken L. Bechmann og Johannes Raaballe kortlægger i en artikel bankdirektørers aflønning og incitament. Artiklen finder frem til, at de banker som har indført aktieaflønning i 2008, havde en egenkapital forrentning på minus 14,14 %, hvorimod dem, der ikke havde indført aktieaflønning i 2008, lå på plus 1,91 %. Forskellen giver udtryk for, at dem med bonusordninger tog flere risici, og at de lagde ikke så meget til side til dårlige tider³².

3.3. Sammenfatning

Der er mange motiver for at indføre aktiebaseret vederlæggelse. IFRS 2 paragraf 12 kommer selv med et godt bud på hvorfor:

“as an incentive to the employees to remain in the entity’s employ or to reward them for their efforts in improving the entity’s performance.”

De fleste virksomheder vil bruge en kombination af de nævnte motiver. Man ser også at flere af dem overlapper hinanden. Målet er at give medarbejderne incitament for at arbejde hårdere imod de mål, som ejerne har. Hvis jeg skal pille et motiv ud, som jeg mener, er det bedste, vil jeg vælge fastholde og tiltrække kvalificeret arbejdskraft. Dette gøres ved at have en konkurrencedygtig løn pakke, noget der for mange indeholder aktieaflønning. Det er dog vigtigt, at sammensætningen bli-

²⁹ Novo Nordisk 2000 årsregnskab S. 34

³⁰ Novo Nordisk 2000 årsregnskab S. 24

³¹ Niels Valentin Hansen

³² Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009

ver afbalanceret, for at målene skal nås optimalt. Det kan også overvejes, hvor mange i virksomheden der har direkte indflydelse på aktiekursen, ud over den øverste direktør. Jeg er ikke sikker på, at medarbejder nr. 26.000 i Novo Nordisk har den store indflydelse på aktiekursen³³. Dette gør, at det formentlig bare bliver en lønstigning for de fleste medarbejdere og ikke den løsning på P/A-problematikken, som mange efterspørger.

3.4. Interessentteori

Det er vigtigt at en virksomhed er bevidst om sine interessenter og sine interessenters indflydelse. *"Fordi inddragelse af en bred vifte af interessenter i sidste ende vil give størst afkast til virksomheden"* (Buhmann og Rendtorff 2005 s.32)

Interessenter er alle de personer og persongrupper, som virksomheden har kontakt med. Interessenterne er derfor et meget bredt vifte, som vil blive gennemgået i det følgende. Interessenterne skal inddrages i beslutninger, men det er virksomhederne der står til ansvar i den sidste ende. Derfor er det også virksomhederne der skal træffe beslutningerne.

For at kunne belyse interessenterne og imødegå deres krav, må virksomheden stille sig følgende fem spørgsmål³⁴:

1. Hvem er vores interessenter?
2. Hvilken type interessentkrav stiller de til os?
3. Hvilket ansvar har vores virksomhed over for interessenterne?
4. Hvilke muligheder og trusler stiller interessenterne os overfor?
5. Hvilken strategizing skal vi foretage os overfor interessenterne?

Spørgsmålene er også kendt under udtrykket "Stakeholder Management"

3.4.1. Hvem er vore interessenter?

I ÅRL § 12 stk. 2, nævnes en stor del af dem som må opfatte som værende interessenter, for årsregnskabet dermed afsnittet omkring aktieaflønnings.

ÅRL § 12. Stk. 2. Årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutninger. De omhandlede regnskabsbrugere er **personer, virksomheder, organisationer og offentlige myndigheder m.v.**, hvis økonomiske beslutninger normalt må forventes at blive påvirket af en årsrapport, **herunder nuværende og mulige virksomhedsdeltagere, kredito-**

³³ Novo Nordisk har i 2008 indført et medarbejderaktieprogram for 12.000 medarbejdere i Danmark og 14.000 medarbejdere udenfor Danmark. Side 82 i Årsregnskabet for 2008, kritik også fremført af Professor Michael Møller i ovennævnte forelæsning.

³⁴ Nygaard, Claus, 2006 s. 184

rer, medarbejdere, kunder, alliancepartnere, lokalsamfundet samt tilskudsgivende og fiskale myndigheder. De omhandlede beslutninger vedrører

- 1) placering af regnskabsbrugerens egne ressourcer,
- 2) ledelsens forvaltning af virksomhedens ressourcer og
- 3) fordeling af virksomhedens ressourcer.³⁵

For at få et nuanceret tilgang til dette spørgsmål inddeles interessenterne i primære og sekundære. Hvilke interessenter der bliver placeret hvor, er ikke absolut. Det vil typisk skifte meget for virksomhed til virksomhed, vurderingen ligger på hvor vigtig interessenten er for den enkelte virksomhed. Interessenter kan også bytte plads løbende inde for kategorien. Hvilket man så i 1995, hvor Greenpeaces gik fra at være sekundær til primær overfor Shell i forbindelse med Brent Spar sagen³⁶. Jeg vil i det følgende nævne, hvem der er de typiske primære og sekundære interessenter.

3.4.1.1. Primære interessenter

Her vil vi typisk finde: ejere(aktionærer), ansatte, leverandører, revisor, kreditorer og kunder.

3.4.1.2. Sekundære interessenter

Her vil vi typisk finde: lovgiverne, andre virksomheder, kommuner, regioner, medier, lokalbefolkningen, uddannelsesinstitutioner, samfunds- og interessentgrupper(Ngo'er) i øvrigt.

Der har igennem de sidste år været en udvidelse i, hvem der interesserer sig for regnskaber. Med internettet fremstød er der kommet flere private investorer og mediedækningen af erhvervsnyheder er blevet meget større. Der ses i dag flere internetbaserede handelsplatforme, som ligger i direkte konkurrence med bankernes netbanker³⁷. Der er også kommet flere hjemmesider, som hjælper hr. og fru Jensen med hvad de skal handle, for eksempel euroinvestor.dk. Indkaldelserne til generalforsamlingerne er ikke længere bare en "spisebillet" for almindelige mennesker, men et sted, hvor de arrangerer sig. De små aktionærer, organiserer sig også i foreninger, som Dansk Aktionær Forening. Sideløbende med at danskerne selv investerer for deres likvide midler og pensioner, er medierne fulgt med. Et eksempel på det er: Den 21. juli 2009 brugte TV2 nyhederne, på hovedkanalen ca. 23 minutter i deres 10:00 nyheder, på at sende direkte fra Nordea's præsentation af halvårsregnskab, med kommentarer i studiet til resultatet. Imens denne erhvervsnyhed har ryddet sendefladen, af denne nyhedsudsendelse, var der fire andre nyheder, disse fire fik samlet tre minutter af en nyhedsudsendelse, der kl. 10:26 skiftede over for at vise TV2-vejret. Dette eksempel viser, at erhvervsnyhederne får meget plads i de danske nyhedsmedier.

³⁵ Årsregnskabsloven

³⁶ Shell ville dumpe en boreplatform i Nordsøen, Greenpeaces kørte en kampagne imod Shell og de måtte droppe planerne, som følge af den offentlige opinion.

³⁷ E*trade bank.

3.4.2. Typer af interessentkrav

Ligesom der er forskellige primære og sekundære interessenter for forskellige virksomheder, stiller interessenterne også forskellige krav til virksomhederne. Interessenternes forskellige krav kan opstå på baggrund af følgende forhold³⁸:

- Interesser
- Rettigheder
 - Lovmæssige rettigheder
 - Moralske rettigheder
- Ejerskab

Det første forhold der gør, at en interessent eller interessentgruppe mener, de har et krav overfor virksomheden, kan være af ren og skær interesse, de er nysgerrige. Denne situation opstår, når gruppen mener de er berørt af situationen. Det kunne eksempelvis være medarbejderne, der ville se hvad deres chefer tjener, medierne, der sammenligner ledelselønninger eller, hvis der er nogen, der laver en sammenligning imellem ledelsesaflønning og performance. Hvorvidt virksomheden skal tage interessenterne seriøst er op til virksomhederne. Virksomheden vælger ikke selv sine interessenter, interessenterne vælger virksomheden. Virksomheden vil ofte først høre fra disse interessenter, når de giver sig til kende, og har fundet noget at "brokke" sig over. Virksomheden har derfor ikke mulighed for at have en indledende dialog.

Det andet forhold der gør sig gældende, er, hvis interessenterne mener de har rettigheder overfor virksomheden, dette kan endte være lovmæssige eller moralske rettigheder. Disse rettigheder gør, at interessenterne mener, at de kan rejse krav imod virksomheden. De lovmæssige rettigheder er dem, der er besluttet i folketetinget, det lovgivningsmæssige. Det er vigtigt, at virksomheden tilpasser deres regnskaber, så de stemmer overens med gældende lovgivning. Som følge af IFRS-bekendtgørelse fra 2004 er lovgivningen på dette område reguleret af de internationale regnskabsstandarter (f.eks. IFRS) fra 01/01-2005. Hvis ikke regnskabet overholder tidsfristerne, bliver virksomheden, bestyrelsen, ledelsen og andre ledende medarbejdere straffet med bøde. jvf. ÅRL § 162. Hvis det er de internationale standarter, som ikke bliver overholdt, er det jvf. ÅRL § 164 muligt at give bøde, her skal de også straffes efter straffeloven, hvis dette giver en højere straf. Virksomheden skal ligeledes være opmærksom på, at de overholder loven om ligeløn § 1³⁹. Det er Erhvervs og Selskabsstyrelsen, der kontrollerer dette. Ydermere vil en virksomhed, der dømmes, sandsynligt vis blive trukket igennem medie-møllen, hvilket er skidt for deres omdømme. Derfor har virksom-

³⁸ Nygaard, Claus, 2006 s. 185

³⁹ Bekendtgørelse af lov om lige løn til mænd og kvinder

heden et stort incitament til at overholde disse interessenters krav, da straffen er høj. Interessenter med moralske rettigheder kan være mindst lige så vigtige, de er bare sværere at håndtere. Moralske rettigheder kan være opfattelsen af, hvad der er fair, retfærdigt og lighed. Der kan være store regionale forskelle på, hvordan emner opfattelses, derfor er det meget svært at gardere sig. I Danmark skilter man ikke med, hvor meget man tjener, men i nogle lande går folk meget op i hvor meget de tjener. Vi har i Danmark med janteloven og top skatten en opfattelse af folk, der tjener meget, ”straffes” lidt for det. Vi skal helst alle være ens, der er ikke nogen der skal stille sig økonomisk ud. Dette gør, at virksomhederne skal være opmærksomme på dette med hensyn til størrelsen af bonusserne, da en stor bonus hurtigt kan betyde dårlig omtale i medierne, og medarbejderne kan føle sig snydt. Moralske rettigheder kan også blive til lovmæssige hvis folkestemningen er stemt for det. I forbindelse med finanskrisen, har der været meget polemik omkring bankdirektørens lønforhold, specielt efter Niels Valentins store bonus i Roskilde Bank. Dette fik betydning da lovgiverne skulle hjælpe bankerne, hvor det moralske krav fra vælgerne om at begrænse deres løn, gav sig udtryk i loven. Som følge af Bankpakke 2, vedtaget i folketinget 3. februar 2009 blev det forbudt for alle deltagende banker at udstede aktiebaseret aflønningsformer til direktionen, og hvis der allerede eksisterede sådanne måtte de ikke forlænges eller fornyes jvf. § 8 stk. 2⁴⁰. Det blev samtidig besluttet at den variable løn ikke måtte overstige 20 % af den samlede grundløn inklusiv pension⁴¹. Dette var et krav for at socialdemokratiet ville stemme for⁴². Det, at bankdirektørerne tjente så mange penge og stadig skulle have hjælp fra skatteyderne, var noget der stødte vælgernes moral, selv om at deres gamle aflønnings pakker var fuldt lovlige. Ved afleveringstidspunktet af denne afhandling, bakser forskellige politiske partier med et forbud mod store bonusser⁴³.

Det tredje forhold der gør, at interessenterne kan have krav imod virksomheden, er hvis de har et ejerskab over virksomheden. Aktionærer har en del krav til virksomheden, som virksomheden skal tage hensyn til. Det er dog størrelsen af deres indskud, der er med til at afgøre deres indflydelse, en stod institutionel investor har mere at sige end en lille investor. Hvis virksomheden tænker på at indføre aktiebaseret vederlæggelse, kan det være en stor sten i skoen, hvis en eller flere af de store aktionærer er imod.

3.4.3. Virksomhedens ansvar overfor interessenter

Virksomhederne har forskellige typer af ansvar overfor interessenterne og dette er med til at påvirke, hvordan virksomhederne skal reagere overfor deres krav. Det økonomiske ansvar har virksom-

⁴⁰ Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter

⁴¹ Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter

⁴² Bankpakke: Fogh overvejer S-forslag om direktørløn

⁴³ DF og S parat til bonusloft i alle brancher

heden typisk overfor de aktionærer, der får udbytte og medarbejderne, som får løn. Derfor afleverer virksomheden et regnskab, der bliver diskuteret til generalforsamlingen, for at sikre at virksomheden er going concern⁴⁴. Ejernes krav til kvaliteten af regnskaberne er selvfølgelig høj, og det er vigtigt, at virksomheden forsøger at imødegå dette.

3.4.4. Muligheder og trusler som følge af interessentkrav

Mulighederne og truslerne overfor virksomheden, som bliver skabt på baggrund af interessenternes krav, bunder ikke så meget i om de er skabt af interesse, rettigheder eller ejerskab. Ejerskab kan både være en mulighed eller trussel alt efter om aktionærerne vil beholde virksomheden, eller sælge med fare for lukning. Potentialet for at true og samarbejde med virksomheden bunder snarere i et af de tre følgende forhold⁴⁵:

- Interessenternes kontrol over nøgleressourcer i forhold til virksomheden
- Interessentens relative magtbase i forhold til virksomheden
- Interessentens indstilling til at indgå koalitionsdannelse med virksomheden eller andre aktører.

Det er interessenternes magt og kontrol overfor virksomheden kombineret med deres samarbejdsvilje, der afgør, hvilken tilgang virksomheden skal have til interessenterne.

3.4.5. Virksomhedens strategizing i forhold til interessenter

I det foregående er der gennemgået hvordan virksomhederne identificere deres interessenter og hvad de kan forvente af modspil fra dem. I det følgende vil blive gennemgået de forskellige strategier virksomhederne kan have overfor grupperne.

Hvordan virksomheden skal forholde sig overfor interessenterne er forskelligt. Virksomhed for virksomhed skal agere forskelligt overfor de samme interessentgrupper. Samtidig skal virksomhederne også agere forskelligt over for de forskellige interessenter. Nedenfor er vist figuren med hvordan virksomhederne skal agere over for de forskellige interessenttyper. Inddelingen i figuren inddelt efter, hvor stort et potentiale interessenterne har for at true virksomheden og hvor villige de er til at indgå i et samarbejde.

Som det ses i Figur 3 - Interessenttyper (Nygaard, Claus, 2006), ligger der en del i Type 1, mange af disse er også at finde op som en primær interessent, disse skal virksomheden involvere i beslutningerne for at sikre at de ikke føler sig trådt på. I type 2 finder man den uforudselige, for nogle virksomheder, kan det være her historierne som medierne i type 3 tager op starter. Medierne befin-

⁴⁴ Regnskabsmæssigt udtryk for at den også eksisterer næste år.

⁴⁵ Nygaard, Claus, 2006 s. 185

der sig i type 3, de jagter ”den gode” historie, som kan true virksomheden. Sidst har vi type 4 her er de virkelige nøgleressourcer, dem, som virksomheden er nødt til at samarbejde med for at sikre virksomhedens overlevelse. Det skal nævnes, at dette stadig er meget branche specifikt, hvor nogle brancher eksempelvis de teknologisk og forskningstunge vil være hårdere ramt, hvis nogle medarbejdere med stor viden forsvinder.

	Interessenter med stort potentiale for at true	Interessenter med lille potentiale for at true
Interessenter med stort potentiale for at samarbejde	Interessent type 4 Karakteristika: <i>Midt imellem</i> Strategi: <i>Samarbejde</i> <i>Eks. Specialister og interne eksperter.</i>	Interessent type 1 Karakteristika: <i>Støttende</i> Strategi: <i>Involvere</i> <i>Eks. Medarbejderne, revisor og ejere</i>
Interessenter med lille potentiale for at samarbejde	Interessent type 3 Karakteristika: <i>Ikke støttende</i> Strategi: <i>Forsvare</i> <i>Eks. Medierne</i>	Interessent type 2 Karakteristika: <i>Marginal</i> Strategi: <i>Overvåge</i> <i>Eks.</i>

Figur 3 - Interessenttyper (Nygaard, Claus, 2006)

Det kan langt hen af vejen true deres eksistens, alle virksomheder er truet, hvis nøglemedarbejdere forsvinder, nogle er det bare mere end andre. Man kunne være fristet til at placere direktionen og bestyrelsen som en type 4, dermed legitimere deres aktieafklønning, med et fastholdelses eller samarbejdes argument. Jeg mener dog ikke, det er den rigtige placering, da de hører til over i type 1. Ved at true virksomheden truer de også sig selv, hvilket de ikke kan være interesseret i.

Interessenter kan også flytte plads, dette kan ofte ske, hvis en interessent eller gruppe flytter sig fra type 2 til 3. Dette sker typisk hvis mange små interessenter organiserer sig i eksempelvis en aktionærforening. Det medfører, at de har mere slagkraft bag sig ved generalforsamlingen. Shell med Brent Spar er et eksempel på en interessent, hvor trusselsniveauet gik fra lille potentiale til stort potentiale på en enkelt sag.

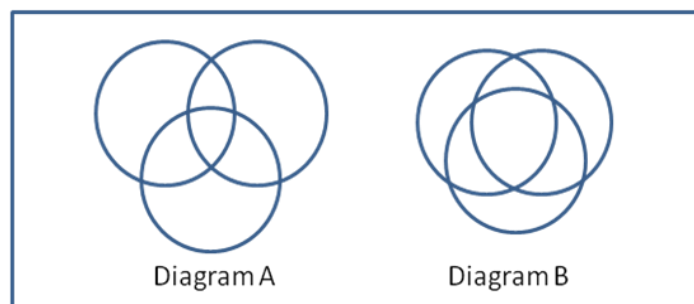
3.5. Interessenternes informationsbehov

ÅRL § 12 stk. 3 beskriver det på følgende måde:

”Årsrapporten skal udarbejdes således, at den oplyser om forhold, der normalt er relevante for regnskabsbrugerne, jf. stk. 2. Oplysningerne skal desuden være pålidelige i forhold til, hvad regnskabsbrugerne normalt forventer.”

Det er vigtigt for virksomheden, at de imødeser interessenterne informationsbehov for at sikre, at oplysningerne i regnskabet bliver modtaget korrekt og fortolket korrekt. Interessenterne bruger oplysningerne til at træffe deres valg, derfor er det vigtigt, at de fortolker det korrekt, da deres handlinger ellers bliver truffet på et forkert grundlag.

Det er især de primære interessenter krav, der skal vægtes pga. deres kontakt og indflydelse med virksomheden⁴⁶. Det er en almen opfattelse, at interessenterne informationsbehov er forskelligt, også inden for interessentgrupper. En investor som day-trader har et andet behov end en, der køber aktier og holder dem i mange år. De forskellige informationsbehov bunder også i interessenterne forskellige kompetencer inden for området. Dette informationsbehov og forskellen, er illustreret i Diagram A i Figur 4 - Interessenterne informationsbehov, hvor det ses at interessenterne ikke har et særligt stort ens informationsbehov.



Figur 4 - Interessenterne informationsbehov (Elling 2004)

De internationale regnskabsstandarter forsøger at udvide dette område inden for den finansielle information ved at sikre, at flere er dækket ind under den lovpligtige del af regnskabet. Dette gør at Diagram B, nu bliver det gældende. Der vil være information som ikke kan dække alle, dette er langt hen af vejen dækket af den ikke finansielle information⁴⁷.

De forskellige interessenter har en interesse i at se, hvordan virksomhedens ressourcer er blevet delt imellem dem, samt at kontrollere ledelsen. Medarbejderne får en fast løn så spørgsmålet er, hvad der skal ske med overskuddet. Skal det hele udbetales som udbytte, eller hvad skal der ske med det, kan medarbejderne forvente en lønstigning på baggrund af et par fede år. Alt dette er også en væsentlig del af regnskabet, når disse interessentgrupper kigger på dette. Der er jo helst ikke nogen der vil snydes i forhold til andre.

3.6. Kommunikations teori

Regnskaberne er virksomhedens mulighed, med støtte fra revisor, at vise hvordan det går i virksomheden. Regnskaberne er en vigtig kommunikationsmodel, som virksomheden har med deres in-

⁴⁶ Elling, Jens O. 2004 S. 162

⁴⁷ Elling, Jens O. 2004 S. 163-164

teressenter, for den finansielle og ikke finansielle information. Med hensyn til P&A problematikken er regnskaberne i dag et centralt element til at mindske informationsasymmetrien mellem principalen og agenten. Det er derfor vigtigt, at regnskabet går rent ind hos regnskabsbrugerne, og bliver fortolket på den rigtige måde.

Jeg vil i det følgende tage udgangspunkt i Peter Skærbæks artikel ”Det årlige maskespil – om regnskaber set i en interaktiv og kommunikativ kontekst”⁴⁸, en artikel hvor Erving Goffman’s interaktionsteori bliver sat i sammenhæng med årsregnskabet. Goffman brygger sin teori op omkring Impression Management, en teori der udspringer af dagligdagen. Hvordan vi som mennesker hele tiden forsøger at tilpasse vores adfærd til situationen og omgivelserne, for at skabe et bestemt indtryk. Goffman tager udgangspunkt i et teater og bruger en teaterforestilling som metafor. I teaterverden finder han de ved seks hovedprincipper som teorien bygger på: Forestillingen, teamet, regionerne, de modstridende roller, kommunikationen og styring af kommunikationen.

3.6.1. Forestillingen

Forestillingen er det sted, hvor performeren, hvilket kan være enkeltpersoner eller organisationer, optræder for at overbringe sine indtryk til publikum. For at skabe det korrekte indtryk hos publikum, påtager performeren en maske. Med tiden kan masken blive en del af performeren, det er dog ganske normalt, at man over tid kan tage flere masker på. Forestillingen har et manuskript og det er vigtigt at skuespillerne, ikke træder ved siden af, da dette kan medføre at budskaberne ikke går rent ind. Publikums kompetencer og holdninger kan også være med til at påvirke deres indtryk af forestillingen, dette er noget instruktøren skal være opmærksom på, når manuskriptet laves.

Regnskaberne bruges af virksomhederne til at præsentere deres resultater og styrker. Det er i disse udgivelser, at mange interessenter finder deres information. Manuskriptet er pga. regnskabernes vigtighed for samfundsøkonomien reguleret af lovgivningen samt revideret af uafhængig revisor. Som følge af IFRS 2’s Disclosures er der konkrete bestemmelser, for, hvad der skal med i forestillingen. Instruktøren har dog stadig mulighed for at bestemme i hvornår i aften det skal med, så længe det bare er der.

3.6.2. Teamet

Forestillingen fremføres af flere aktører, disse kaldes for team. De enkelte medlemmer er udvalgt fordi teamet mener, at de kan bidrage med noget vigtigt.

Med hensyn til regnskaber er det interessant at se på, hvem der fremfører forestillingen. Er det kun administrerende direktør eller er der også repræsentanter for forskellige forretningsområder.

⁴⁸ Skærbæk, Peter 2002/2003

3.6.3. Regionerne

Regionerne er opdelt i back-stage og front-stage. Back-stage er der, hvor forestillingen planlægges og udmønstres, front-stage er der hvor forestillingen fremføres for publikum(scenen). Grænsen imellem front og back kaldes for ”den bevogtede adgangsvej”. Den bevogtede adgangsvej kan ikke krydses af udefrakommende(publikum), da de så kan få indsigt i plottet og de informationer der er back-stage.

Back-stage er som tidligere nævnt der, hvor forestillingen planlægges(regnskabs laves), herude har de alt informationen og skal vælge, hvad der skal på scenen. Information fra back-stage kan klassificeres som insider information, hvilken er strafbar at udnytte, derfor skal dem, der sikrer adgangsvejen, være meget påpasselige. Når forestillingen er i gang, kan det være meget forstyrrende, hvis informationer fra back-stage slipper ud. Derfor er det kun teamet, der har tilladelse til at krydse ”den bevogtede adgangsvej”. Revisoren står dog i en interessant situation her, da han/hun befinder sig ude back-stage i forbindelse med udarbejdelsen af regnskabet, men er med som publikum, når regnskabet præsenteres. For at undgå at denne information udnyttes, er der insider lister, samt tavshedspligt for revisorer. Udnyttelse af informationer straffes med straffeloven efter lov om værdipapirhandel.

IFRS 2's disclosure bestemmelserne er med til at trække oplysninger fra back til front-stage. Standarden indeholder temmelig præcise bestemmelser for, hvad der skal med, hvilke oplysninger, der skal være med i forestillingen.

3.6.4. De modstridende roller

På grund af teamets bevægelse imellem front og back-stage, kommer der en forskel i den information, som performereren har og den, som publikum får kommunikeret. For en stor del af publikum kan det være meget værdifuldt at få fat i denne information, som teamet ligger inde med. Denne informationsasymmetri bliver betegnet som hemmeligheder og inddeles i 5 typer:

- Sorte hemmeligheder, modstridende med det indtryk, der forsøges kommunikeret.
- Interne hemmeligheder, kan afsløres uden det skader indtrykket af forestillingen.
- De betroede hemmeligheder, performereren ville miste troværdige hvis disse offentliggøres.
- Strategiske hemmeligheder, resten af forestillingen
- De frie hemmeligheder, skader ikke indtrykket, kan i situationer underbygge indtrykket.

Performernes kendskab til forskellig hemmeligheder, er også det der er med til at differentiere dem under forestillingen.

3.6.5. Kommunikationen

Kommunikationen er vigtig, da selv et lille ”øhh” kan være med til at forestillingen mister sin troværdighed, selv den mindste fejl kan medføre, at hele forestillingen falder til jorden. Teamet kan også give publikum et indtryk af, at de har adgang til back-stage og dermed give et indtryk af stor troværdighed.

Ved fremlæggelse af regnskaberne er der mulighed for at stille spørgsmål til regnskabet til den administrerende direktør, samt en åbenhedspolitik som er med til at skabe en illustration af adgang til back-stage og dermed højere troværdighed.

3.6.6. Impression management

Dette princip bygger på at performerne ikke under forestillingen må afsløre hemmeligheder. Der er en grund til, at hemmelighederne ikke er med, eller er placeret, som de er i manuskriptet og forestillingen kan hurtigt tabes på gulvet. Den gode performer kan klare dette og derigennem give det rigtige indtryk ud til publikum.

4. Regulering før og nu.

Den 1. januar 2002 trådte den nye årsregnskabslov i kraft. Med denne lov skiftede begrebsrammen fra resultatorienteret til formueorienteret. Dette blev gjort for at skabe et mere aktuelt billede af virksomhedens værdi. Fokus skiftede fra virksomhedens drift til virksomhedens værdi. For at denne indregning skulle være mest retvisende, skal værdierne i højere grad opgøres til dagsværdi mod tidligere anskaffelsespris. Dette skift var i tråd med de internationale regnskabsstandarter. IFRS 2 er en af disse internationale regnskabsstandarter.

Før IFRS 2 blev skabt og vedtaget i 2004, var der ikke i de internationale regnskabsstandarter regler for hvordan man håndterede aktiebaseret vederlæggelse. Dette havde den betydning, at brugen af aktiebaseret vederlæggelse ikke blev indregnet i resultatopgørelsen, men ”bare” blev beskrevet i noterne. Der var derfor et incitament fra virksomhedens side til at benytte denne form for aflønning, da aflønningen ikke belastede resultatet⁴⁹. I Danmark faldt reguleringen af aktiebaseret vederlæggelse ind under ÅRL § 11 omkring det retvisende billede. Aktiebaseret vederlæggelse var stadig meget nyt i Danmark på daværende tidspunkt og for at finde reguleringer skal vi over på den anden side af Atlanten. I USA var det i henhold til US GAAP mulighed for at vælge imellem APB 25 eller FAS nr. 23. APB 25 er en regulering der stammer helt tilbage fra 1972, under navnet ”Accounting for Stock Issued to Employees”⁵⁰. FAS 123 er fra 1994 og havde titlen ”Accounting for

⁴⁹ PricewaterhouseCoopers: 2004, S. 11

⁵⁰ U.S. GAAP Web Site.

Stock-Based Compensation”⁵¹. Efter US GAAP skulle omkostningerne ved aflønningen udgiftsføres over den periode som modydelsen gives (optjenings perioden). Omkostningerne kunne så opgøres efter APB 25 eller FAS 123. Den væsentlige forskel var, at APB 25 omgjorde til indre værdi og FAS 123 opgjorde efter dagsværdimetoden. Hvis aktiekursen og strikekursen er den samme, er der en markant forskel på de to beløb alt efter hvilken beregningsmetode der benyttes. Se nedenstående regneeksempel:

100.000 optioner, aktuelle kurs 100, strikekurs 100, Risikofri rente 4 %, volatilitet, Løbetid 3 år
Hvis beregningen er efter indre værdis metode bliver beregningen: $100 - 100 = 0$ Derfor $0 * 100.000 * 50 = 0$

Værdien af programmet bliver så 0 kr.

Hvis beregningen foretages med en optionsværdiansættelsesmodel (Black Scholes): Kursen på en option bliver 11,32 dermed $11,32 * 100.000 = 1.132.076$

Værdien af programmet bliver så 1.132.076 kr.

Alle amerikanske virksomheder brugte APB 25, da det ikke belastede resultatopgørelsen, dette ændrede sig dog i 2002. Her begyndte store firmaer i USA som Coca-Cola, General Motors og General Electric at ændre regnskabspraksis og indregne deres programmer efter dagsværdimetoden⁵².

I Danmark kom der også ændringer på området før IFRS 2. Med lovbek. fra 2002 strammes der op på, hvad virksomhederne skal meddele i deres regnskaber, omkring ledende medarbejderes køb og salg af virksomhedens egne aktier og andre finansielle produkter⁵³. Hvert kvartal skal værdien af disse porteføljer indberettes. Der er dog ikke oplyst noget omkring opgørelsesmetode af optioner, dog kun at det skal være til kursværdi. I 2002 kommer Regnskabsvejledning 20, her bliver det fremlagt, hvad der som minimum skal oplyses om i noterne, stadig kun noterne.⁵⁴ Der skal endvidere oplyses om dagsværdien af ordningerne i noterne.

Den 19. februar 2004 udgiver IASB deres standart IFRS 2 ”Share-based Payment”⁵⁵. Den 14. december 2004 bliver der i det danske folketings vedtaget, at benytte de internationale regnskabsstandarter der iblandt IFRS 2⁵⁶. Dette er en implementering af lovgivning fra EU⁵⁷, det er ikke kun IFRS 2, men alle IASB’s standarter⁵⁸. Det betyder, at det er samme lovgivning i alle medlemslandene. Bekendtgørelsen bliver indskrevet i ÅRL og erstatter en del paragraffer hovedsagelig § 137,

⁵¹ List of FASB pronouncements.

⁵² PricewaterhouseCoopers, 2004 S. 15,

⁵³ Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. 2002

⁵⁴ Regnskabsvejledning 20

⁵⁵ Endelig IAS/IFRS om aktieløn udsendt

⁵⁶ Bekendtgørelse om anvendelse af internationale regnskabsstandarter for virksomheder omfattet af årsregnskabsloven (IFRS-bekendtgørelsen)

⁵⁷ Det er Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002

⁵⁸ Internationale regnskabsstandarter (IAS)

såfremt en international standart og dansk lovgivning dækker samme område er det den internationale standart der er gældende, jvf. § 137 stk. 3. De internationale regnskabsstandarter gælder for alle danske virksomheder i klasse D. Klasse D virksomheder er, jvf. ÅRL § 7 stk. 1 nr. 4 alle statslige aktieselskaber og alle børsnoterede virksomheder, det er groft sagt de største virksomheder. Virksomheder, der ikke er i klasse D, kan også vælge at aflægge regnskab efter de internationale standarter, de skal dog vælge at følge dem alle, jvf. § 137 stk. 2 & stk. 3.

IFRS 2 finder anvendelse ved den regnskabsmæssige behandling, aktiebaseret vederlæggelse afregnet i egenkapitalinstrumenter og ved kontantafregning af medarbejdere, samt ved varer og tjenesteydelser, hvor betalingen er at sammenligne med aktiebaseret vederlæggelse. IFRS 2 foreskriver, at indregningen skal ske på baggrund af en dagsværdi betragtning. IFRS 2 kommer selv med forslag til, hvilke modeller, der kan bruges til værdifastsættelse, hvis der ikke er en markedspris på instrumentet. I Appendix B i IFRS 2 nævnes Black Scholes som værende en god beregningsmodel, dog også en med sine begrænsninger, pga. problemet med at indregne førtidig udnyttelse⁵⁹. Der kan også benyttes en anden anerkendt beregningsmodel, nemlig Binomial modellen, denne er dog svær at beregne, men er mere fleksibel og nævnes direkte med hensyn til førtidig udnyttelse⁶⁰. Værdien af den aktiebaserede vederlæggelse skal indregnes over den tid, som den optjenes, på lige fod med almindelig aflønning, optjeningsperioden er illustreret i afsnittet 3.1.2. Ordningens løbetid. På denne måde bliver aktiebaseret vederlæggelse sidestillet med almindelig aflønning. En af de grundlæggende tanker bag IFRS 2 er, at det i årets resultat ikke skal være afgørende, hvilken aflønningsform der benyttes, om det er klassisk løn eller aktier skal ikke gøre nogen forskel.

IFRS er principbaseret, hvilket medfører, at der er plads til en vis form for fortolkning i brugen af denne. For at sikre, at de væsentlige oplysninger altid er med, er der regler for, hvad der skal oplyses om, hvad der er væsentligt. Hvilket gør, at dele af de Internationale Regnskabsstandarter er regelbaseret⁶¹. Dette gøres for at sikre, at en stor mængde interessenter(regnskabsbrugere) får den ønskede information, dette er vist i figuren under afsnittet omkring 3.5. Interessenternes informationsbehov. Det at IFRS har så mange bestemmelser omkring hvad der findes væsentligt, og anden detailregulering, gør at der ikke er plads til den store fortolkning fra virksomhedernes side. IFRS er derfor væsentligt mere regelbaseret end dansk regnskabsregulering. Virksomheder med ens problemstillinger, vil pga. regelbaseret detailreguleringen behandle forholdene ens. Dette er en stor fordel for regnskabsbrugere, da dette gør regnskaberne mere sammenlignelige⁶². IFRS 2 foreskri-

⁵⁹ International Financial Reporting Standards (IFRSs®) 2008

⁶⁰ International Financial Reporting Standards (IFRSs®) 2008

⁶¹ Is IFRS That Different From U.S. GAAP?.

⁶² Udkast til nye internationale regnskabsstandarter udfordrer den traditionelle tankegang

ver også, hvilke oplysninger, der skal oplyses om i forbindelse med aktiebaseret vederlæggelse, dette vil jeg komme mere ind på i næste afsnit 4.1. IFRS 2: 44-52 Disclosures bestemmelserne.

Siden IASB begyndte, at udstede standarder i Europa har der været et tæt samarbejde med USA, for at sikre at regnskaberne over Atlanten bliver mere sammenlignelige. Problemstillingen omkring de forskellige regnskabsstandarter ligger udenfor denne afhandling.

I december 2004 udsender FASB, FAS 123R som siger, at alle ordninger i USA også skal indregnes efter dagsværdi, dette med virkning fra 1/1 2006⁶³. Dermed bliver aktiebaseret vederlæggelse indregnet efter dagsværdi på begge sider af Atlanten. I afsnittet omkring 4.6. Fair Value (Dagsværdi) diskussion, vil jeg kigge på de diskussioner og ændringer, der har været i nyere tid omkring dagsværdibegrebet.

Standarderne bliver løbende opdateret hvis der optræder uhensigtsmæssigheder, der kom i 2007 fortolkningsbidrag 11 fra IFRIC. Dette fortolkningsbidrag håndterer transaktioner med koncernaktier, når virksomhederne lavede transaktioner på tværs af koncernen. Typisk modtager et datterselskab en ydelse, men betalingen sker i moderselskabet udstedte egenkapitalinstrumenter. Et område hvor der ikke var nogen vejledning⁶⁴.

Der kom i 2008 et tillæg til IFRS 2⁶⁵, dette tillæg træder i kraft for regnskabsår der starter 1.januar 2009. Dette tillæg gør det klart, at optjeningsbetingelserne er ansættelses- og præstationsbetingelser. Mere om optjeningsbetingelserne under afsnittet 4.1. IFRS 2: 44-52 Disclosures bestemmelserne. Det gøres også klart, at annulleringer af ordninger skal behandles ens, uafhængigt af hvem der annullerer ordningen. Før var der kun taget højde for, hvordan annulleringer skulle behandles, hvis virksomheden gjorde det⁶⁶.

4.1. IFRS 2: 44-52 Disclosures bestemmelserne⁶⁷

I IFRS 2 er der ”paragraffer” om, hvilke oplysninger der skal med i regnskabet. Disse bestemmelser tenderer det regelbaseret, da alle virksomheder, der benytter aktiebaseret vederlæggelse, skal oplyse om det samme. Bestemmelser er med for at sikre, at en stor mængde forskellige interessenter får ens information. Bestemmelserne er at finde under Disclosures kapitlet (dansk: oplysninger), dette kapitel er at finde fra afsnit 44 til 52 i IFRS 2⁶⁸.

⁶³ PROSPEKT.

⁶⁴ EU-Tidende nr. L 141 af 02/06/2007 s. 0049 - 0052.

⁶⁵ Standards.

⁶⁶ Endorsement of Amendment to IFRS 2 Share-based Payment - Vesting Conditions and Cancellations.

⁶⁷ Komplet IFRS 2 se bilag G(original) bilag H (dansk oversat af Thomson)

⁶⁸ International Financial Reporting Standards (IFRSs®) 2008 S. 203

Afsnit 44, 46 og 50 er hovedreglerne, her følger afsnit 44⁶⁹:

“An entity shall disclose information that enables users of the financial statements to understand the nature and extent of share-based payment arrangements that existed during the period”

Når virksomhederne afleverer et regnskab, skal de oplyse omkring den aktiebaseret vederlæggelse der har været i perioden. På en sådan måde, at en regnskabsbruger kan forstå omfanget og arten af de aktiebaserede vederlæggelsesordninger. Dette er hovedreglen og de efterfølgende afsnit bygger op imod dette mål.

I Afsnit 45 er der en generel oversigt over antal og ordninger

- Punkt a omhandler en generel beskrivelse af ordningerne, som maks. løbetid, retserhvervelseskrav og om det er kontant afregnet eller egenkapital afregnet. Hvis virksomheden har ens ordninger kan dette slås sammen, men for at overholde afsnit 44 kan de blive nødt til at oplyse separat.
- Punkt b omhandler antallet og de gennemsnitlige udnyttelseskurser på de optioner, der er delt ud. De skal oplyses på flere kategorier:
 - i omløb ved regnskabsårets begyndelse, primo opgørelse af tildelte optioner
 - tildelt i året, hvor mange er der blevet tildelt til medarbejderne i løbet af året
 - udnyttet, hvor mange har medarbejderne valgt at udnytte,
 - udløbet/fortabt, hvor mange er ikke udnyttet(tabt) i perioden.
 - i omløb regnskabsårets afslutning, hvor mange er der i alt tildelt til medarbejderne, som ikke er udløbet/udnyttet/fortabt. Ultimo opgørelse af tildelte optioner.
 - mulighed for udnyttelse, disse er optjente, men ikke udnyttet.
- Punkt c det vejede gennemsnitlige aktiekurs i forhold til de udnyttede optioner. Så det er muligt at vurdere de samlede gevinst.
- Punkt d, for ultimo opgørelsen, det vejede gennemsnit af rest løbetiden, så det er muligt at vurdere, hvornår man må forvente at de kan blive udnyttet.

Afsnit 46.

“An entity shall disclose information that enables users of the financial statements to understand how the fair value of the goods or services received, or the fair value of the equity instruments granted, during the period was determined”⁷⁰

⁶⁹ International Financial Reporting Standards (IFRSs®) 2008 S. 203

⁷⁰ International Financial Reporting Standards (IFRSs®) 2008 S 204

Virksomheden skal give oplysninger, der gør det muligt, at vurdere, hvordan dagsværdien af ordningerne er opgjort.

Ved tildelingen af ordningerne skal dagsværdien opgøres, for på den måde at indregne værdien over optjeningsperioden. For egenkapitalordninger, se kapitel 3.1.1. De forskellige typer ordninger for opdelingen, skal værdien kun beregnes ved tildelingen og så deles forholdsmæssigt ud over optjeningsperioden. For kontantordninger skal der laves dagsværdigregulering ved hver balancedag. På hver balancedag, skal ledelsen vurdere hvor mange procent, af optionerne der forventes optjent, dermed sikres der at det korrekte antal indregnes. De skal ind at kigge på de optjeningsbestemmelser der er opstillet, f. eks omkring omsætningsstigning og så vurdere i hvor høj grad målet bliver nået. Dette skal gøres for både kontant- og egenkapitalordninger, jvf. Afsnit 20.

Afsnit 47, hvis virksomheden har beregnet sig frem til dagsværdien. Her skal der oplyses hvordan denne værdi er beregnet. Der skal derfor mindst gives følgende oplysninger:

- Den anvendte beregningsmodel, her forslår Appendix B i IFSR 2 Black Scholes modellen eller binomial modellen.
- De variable og talværdier der er brugt i beregningsmodellen, herunder:
 - Vejede gennemsnitlige aktiekurs
 - Udnyttelseskursen
 - Forventede volatilitet – risiko ved aktiekursen, dens udsving
 - Optionsløbetiden
 - Forventede udbytte
 - Risikofri rente
 - Samt andre forudsætninger for modellen
- Der skal også oplyses hvordan volatilitet er opgjort og hvor stor en del af det der er historisk.

Dette afsnit er med for at regnskabsbrugeren, selv kan lave sine egne beregninger, eventuelt med egner rente eller volatilitet variable. Det er ledelsen opgave at vurdere disse variable, da de har de bedste forudsætninger.

Afsnit 48 er værdien beregnet ud fra markedsprisen på optionen, skal dette oplyses.

Afsnit 49, hvis virksomheden ikke kan beregne værdien pålideligt skal dette oplyses.

Afsnit 50

“An entity shall disclose information that enables users of the financial statements to understand the effect of share-based payment transactions on the entity’s profit or loss for the period and on its financial position”⁷¹

Virksomheden skal gives oplysninger, der gør det muligt for regnskabsbrugeren at vurdere påvirkningen i regnskabet. Det er en vigtig del af IFRS 2 at få aktieaflønning frem i lyset og sikre, at der ikke er forskel på resultatet, alt efter hvilken aflønningsmodel, der benyttes.

Afsnit 51: For at sikre at afsnit 50 overholdes, skal de samlede omkostninger indregnes i regnskabet. Der skal oplyses om den samlede regnskabsmæssige værdi. For kontantordninger skal der oplyses om den samlede indre værdi af alle udestående instrumenter.

Afsnit 52. Hvis de oplysninger, der skal oplyses, ikke er nok til at overholde principperne i afsnit 44, 46 og 50 skal virksomheden supplere med oplysninger, der gør det muligt.

Som det ses gøres der meget for at så mange, regnskabsbrugere som muligt kan bruge oplysningerne til at træffe deres beslutninger. Dette gøres ved at sikre at der er en minimumsgrænse for hvad der er væsentligt.

4.2. Fokus på Aktiebaseret vederlæggelse

Der har igennem de sidste år været et større fokus på corporate governance. Fokus på corporate governance betyder, at der er kommet større krav til åbenheden og korrekt information fra virksomhederne, så det er muligt for aktionærerne at kontrollere virksomhedsledelsen. Der er også kommet mere fokus på rollerne i virksomhederne, f.eks. bestyrelsens rolle som uafhængig og aktionærens repræsentanter. Aktiebaseret vederlæggelse er en væsentlig del af dette, da det er her at aktionærerne kan kontrollere ledelsens vederlag og uafhængighed.

I mit interview med revisor, klassificerer revisor også denne kontrolnote til at være en af de vigtigste noter, set fra interessenterne synsvinkel:

”Det er jo en af de vigtigste noter set fra interessenterne synspunkt” Citat revisor⁷²

I juni 2007 vedtog folketinget en tilføjelse til aktieselskabsloven, nemlig nr. 576. Som følge af denne tilføjelse indsættes § 69 b, der omhandler hvordan incitamentsaflønning skal godkendes og fremlægges for interessenterne. De overordnede retnings linjer for ordningerne skal godkendes af generalforsamlingen og ordningerne må først sættes i gang herefter. Disse retningslinjer skal straks

⁷¹ International Financial Reporting Standards (IFRSs®) 2008 S. 205

⁷² Fra mit interview med revisor

efter vedtagelse offentliggøres på hjemmesiden. Retningslinjerne skal i oplysninger leve op til kravene i IFRS 2 Disclosures⁷³. Dette gælder også for aftaler, der skal fornyes eller forlænges.

Erhvervs og selskabsstyrelsen har inden for de sidste år udstedt nogle betænkninger, der medfører at revisor og selskaberne har stor fokus på overholdelse af disse bestemmelser. Eftersom at disse oplysninger vurderes til at være kvalitative informationer i regnskaberne, har det været svært at vurdere væsentlighedsniveauet. Fondsrådet udgav 17. december 2008 en betænkning omkring væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol⁷⁴. I denne betænkning kommer de ind på incitamentsaflønnings. Incitamentsaflønnings bliver beskrevet som at være en kontrolnote, da det er en note som interessenterne bruger til at kontrollere dem, der leder virksomheden. Revisionshonoraret, ejerforhold og nærtstående partner bliver også beskrevet som værende kontrolnoter. Ved fejl og mangler i disse kontrolnoter fratager man regnskabsbrugeren muligheden for at anvende deres kontrolinstrument, hvilket er en væsentlig fejl.

”Selv mindre fravigelser i disse noter vil således kunne blive anset som en fejl”⁷⁵

I erklæringsvejledningen fra 24. marts 2009 kommer Erhvervs og selskabsstyrelsen ind på området under RL § 6, stk. 2, nr. 2⁷⁶. Hvor oplysninger omkring incitamentsaflønnings igen nævnes som at være væsentlige oplysninger, der skal kontrolleres, da manglende eller fejlagtige oplysninger, fratager regnskabsbrugeren væsentlig information. Som følge af RL § 6, stk.2, nr.1 skal revisor tage forbehold i regnskabet, hvis ikke oplysninger er korrekte og som foreskrevet i de regelbaserede dele af IFRS, det vil i denne sammenhæng sige IFRS 2 Disclosures bestemmelserne.

Denne fokus fra Erhvervs og selskabsstyrelsen på disse forhold, vil sandsynligvis resultere i en Fondsråds afgørelse såfremt et selskab ikke overholder IFRS 2 Disclosures bestemmelserne til fulde. En sådan afgørelse imod sig er ikke noget, nogen virksomhed eller revisor ønsker. Til dato er der dog ikke nogen offentliggjorte fondsrådsafgørelse inden for området.

4.3. anbefalinger for god selskabsledelse

Nørby-udvalget kom i 2004 med sine anbefalinger til god selskabsledelse, men på grund af EU-kommissionen ønske om at forbedre corporate governance i medlemslandene, blev anbefalinger sendt i tænkeboks, og udkom endeligt 15/8 2005. De er dog blevet revideret igen i 2008. Nogle af disse bestemmelser finder relevans for denne opgave. Der er tale om anbefalinger, så virksomhe-

⁷³ Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnings

⁷⁴ Fondsrådets generelle overvejelser og afvejninger ved vurdering af væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol

⁷⁵ Fondsrådets generelle overvejelser og afvejninger ved vurdering af væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol S. 12

⁷⁶ Vejledning om bekendtgørelsen om godkendte revisorers erklæringer

derne behøver ikke at følge dem, men hvis virksomhederne ikke følger dem, skal de forklare de hvorfor de ikke følger dem, dette kaldes ”følg eller forklar” princippet⁷⁷.

Kapitel VI. omhandler ”Bestyrelsens og direktionens vederlag⁷⁸” i denne findes anbefalinger til aflønningen:

I første del: at aflønningen skal være konkurrencedygtig, men også på et rimeligt niveau.

I anden del: Der skal være en vederlagspolitik der er offentligt tilgængeligt, f. eks på hjemmesiden, i et klart og forståeligt sprog. Aflønningen skal afspejle selskabets og aktionærernes interesser. Vederlagspolitikken skal indeholde en redegørelse omkring direktionens og bestyrelsens samlede løn, samt pension og fratrædelses ordninger og hvor stor del der er variabel aflønning.

I tredje del anbefales der, at bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptionsprogrammer, dog gerne med aktier til markedskurs. Det anbefales at eventuelle ordninger til medarbejderne er revolverende, så de tildeles over tid og at udnyttelseskursen er højere end markedskursen.

I femte del anbefales det, at der oplyses om de individuelle bestyrelses- og direktionsmedlemmers samlede vederlag. Dette skal gøres på en enkel måde der kan forstås af den enkelte aktionær.

Dette er de anbefalinger, som jeg finder væsentlige i forhold til min problemstilling.

4.4. Nyt inden for området

Som beskrevet i de foregående afsnit sker der løbende en udvikling inden for området, med forholdsvis ny lovgivning. I afslutningen på kapitlet 4. Regulering før og nu. kommer jeg ind på de nye tiltag inden for reguleringen af aktiebaseret vederlæggelse, jeg vil i dette kapitel komme ind på diskussionen der har været omkring dagsværdibegrebet. Siden 2006 hvor IASB udsendte deres ”Discussion paper” omkring dagsværdi har der været diskussion omkring området. I forbindelse med en gennemgang af alle IFRS’erne, ville IASB gerne have en definition der mindede mere om den der blev brugt i USA⁷⁹. I USA måles dagsværdi ud fra FAS 157 ”Fair Value Measurements”. Inden for IAS er der ikke en enkel standart/hierarki der tæller på tværs af standarderne, men de enkelte IAS’er har lidt der hvor det er nødvendigt, f. eks IAS 39. IASB mener, at det ville være bedre med en klar definition/hierarki på der gik på tværs af standarderne, da dette ville være nemmere at forstå for regnskabsbrugerne. Denne diskussion har dog været kraftigt domineret af nogle makro-

⁷⁷ Corporate Governance eller god selskabsledelse.

⁷⁸ Anbefalinger for god selskabsledelse 2005, ændret 6. februar 2008

⁷⁹ IFRS Briefing Sheet.

økonomiske forhold, der har sat spørgsmålstegn ved brugen af dagsværdi som måleredskab, der tænkes her på finanskrisen.

4.5. Finanskrisen

I efteråret 2006 begyndte huspriserne så småt at falde i USA, det slog også igennem i DK. Fra 1997-2006 var boligpriserne i DK steget med ca. 104 %, der var et byggeboom, der udviklede sig til en byggeboble⁸⁰. I USA var mange boliglån af typen sup-prime lån, en lånetype med høj risiko. Man opdeler låntagerne i dem der med stor sandsynlighed betaler tilbage som ”Prime”, og dem der er tilbage er Sup-prime(under-prime). Denne lånestruktur har været brugt i USA i mange år, historisk for låntager i kortere perioder, hvis der skete noget uventet i låntageres liv. Problemet var nu at denne låntype blev brugt som realkreditlån, et realkreditlån er typisk i mange år. Det der skete var at man lånte penge ud til folk, velvidende at de ikke kunne betale dem tilbage, med mindre at de kunne belåne den friværdi de stigende huspriser gav. Da huspriserne ikke steg længere begyndte disse huse at gå på tvangsaktion, dette førte til at bankerne måtte afskrive gigantiske beløb hen over 2007. Nogle gigantiske finansfortegner i USA havde mange penge i klemme, listen er lang her nævnes den mest toneangivende.

Lehman Brothers fik i 2007 førstepladsen i “Fortune’s” America's Most Admired Companies”⁸¹. Lehman Brothers lukkede august 2007 sin sup-prime udlåner. Lehman Brothers lå inde med en stor beholdning af sup-prime lån der i løbet af 2008 udviklede sig til ikke at være noget værd, og rent gift at ligge inde med. De var blevet så lidt værd at de ikke kunne sælge dem uden astronomiske tab. I løbet af august stod det klart at der var noget helt galt i Lehman Brothers, aktierne var faldet over 70 %. De eneste lyspunkter aktionærerne kunne se, var håbet om at de blev reddet af staten. Frem til konkursen var der forhandlinger med en koreansk bank, Bank of Amerika og Barclays. Ingen af disse forhandlinger førte dog til noget. Den 15. september 2008 indgiver Lehman Brothers konkurs, verdens finansmarked er i chok. Lehman Brothers går ned med en gæld på 3.100 mia. DKr. Danmarks BNP var i 2008 1.700. mia. DKr⁸². Det sender massive bølger ud i markedet. Danske bank taber anslået 500 mio. DKr. Den norske oliefond taber 1,2 mia. Kr. da de havde spekuleret i en redningsplan. Lige før det endelige sammenbrud i Lehman Brothers foreslog ledende medarbejdere i Neuberger Berman,⁸³ i en e-mail til ledelsen af Lehman Brothers at de skulle frasige sig deres millionbonusser, for at sende et stærkt signal til markedet og medarbejderne. Dette blev afvist af Lehman Brothers investerings direktør med sætningen. *"I'm not sure what's in the water, at*

⁸⁰ Danske boligpriser steg mest på verdensplan

⁸¹ Fortune's ”America's Most Admired Companies 2007

⁸² Danmarks statistik

⁸³ Neuberger Berman hjalp Lehman Brothers med deres aktivhåndtering.

Neuberger Berman." Citat: George Herbert Walker IV⁸⁴. Mange ser 15. september 2008 som den dag, hvor finanskrisen brød ud. Det var ikke kun investeringsbankerne, der mistede formuer. Forsikringsselskabet AIG havde forsikret Sup-prime lånene og mistede på den baggrund en formue, så den amerikanske stat måtte støtte den med 85 mia. \$⁸⁵.

Som følge af Sup-prime problemerne er der en del andre strukturelle finansielle produkter, som kommer ud i problemer, så deres risikoprofil stiger dramatisk. Sup-primelånene er en medvirkende årsag til krisen, dog ikke den eneste. Huspriserne var ikke de eneste aktiver, der var opskrevet til en kunstig høj pris. Risikoprofilerne på andre produkter var ikke sat korrekt.

Finans markeder fryser fuldstændig til is, ingen stoler på hinanden og interbankmarkederne stopper fuldstændig. Verden er inde i en kæmpe likviditetskrisen. Som det ses i Bilag F, ses det hvordan prisen på kort likviditet eksplodere. Denne usikkerhed forplanter sig ud i samfundet. I Danmark er Roskilde bank med flere, gået konkurs eller overtaget af andre pga. deres eksponering over for boligmarkedet. Bankerne kan ikke skaffe likviditet på interbankmarkedet, så de holder inde med at låne ud. Virksomhedshandler stod stille og værdien af virksomheder og andre aktiver raslede ned. Der var ikke noget effektivt marked, det var sælg-sælg-sælg for alle, men ingen til at købe. Der var ikke nogen der ville købe noget, pga. udsigten til at det ville falde i værdi. Virksomhederne havde svært ved at få kassekredit, dette er med til at skabe mere usikkerhed omkring virksomhederne, der nu for endnu svære ved at låne, og så kører skruen. For at stoppe skruen og skabe et sundt investeringsmiljø, begynder regeringerne i efteråret 2008 at spytte milliarder ud i støtte til banker og samfundet generelt.

Der er mange der vil mene, at finanskrisen skyldes finansfolks grådighed⁸⁶. Ved at indtage flere og flere risikable lån, steg forretningen, dermed også aktiekursen. Alle var glade da det gik opad, men alle er også sure når det går nedad. I Bechmann og Raaballes (2009) undersøgelse af aktiebaseret vederlæggelse i danske banker, ses det tydeligt, at de banker med aktieaflønnings har indtaget en betydelig højere risiko end de banker der ikke har. Banker med aktieaflønnings havde i udgange af 2008 i gennemsnit et udlån der var 39 % højere end indlån, for banker uden aktieaflønnings var dette tal 12 %. De bonusser der er i USA er af en helt anden størrelse end dem vi finder i Danmark, som er hvor Bechmann og Raaballes, har lavet deres undersøgelse⁸⁷. Denne undersøgelse er helt ny. Befolkningerne, medierne og politikkerne var hurtige dog hurtige i 2008 til at give bankledelserne skylden for finanskrisen. I Danmark kom det til udtryk i bankpakke 2, vedtaget i folketinget

⁸⁴ Lehman Brothers.

⁸⁵ Udviklingen på de finansielle markeder.

⁸⁶ Finanskrisen for begyndere.

⁸⁷ Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009

3. februar 2009. Emnet er omtalt i **3.4.2. Typer af interessentkrav**, interessenterne moralske krav fik indflydelse på dette.

Finanskrisen havde dog også indvirkning for alle de ordninger som var tildelte, da aktiekurserne faldt som en sten i efterårets 2008, blev en stor del af dem ubrugelige. Dette skaber jo en diskussion om hvad der skal ske med disse.

4.6. Fair Value (Dagsværdi) diskussion

Fra 2006 og frem til finanskrisen, ville IASB gerne have en Fair Value standart der minder om den amerikanske standart FAS 157. En standart der gjorde at dagsværdi skulle regnes ud på samme måde i alle de forskellige standarter, dette ville skabe mere gennemskuelighed og klarhed.

IASB ønsker en hierarkistruktur der minder om FAS 157. FAS 157 er inddelt i 3 lvl⁸⁸.

Lvl.1 Dette er likvide aktiver med børsnoterede priser. Handler på et aktivt marked.

Lvl.2 Dette er værdiansættelse på baggrund af markeds observerbare parametre. Eks. Prisfastsættelsen af en option med Black-Scholes.

Lvl.3 Dette er værdiansættelse baseret på ikke-observerbare antagelser. Her er det virksomheden der skal beregne og opsætte parametrene, det skal være de bedste og mest sandsynlige. Beregningen skal så foretages i anerkendte beregningsmodeller. Eks. Nutidsværdiberegninger eller historisk kostpris.

FAS 157 niveau inddeling, minder rigtig meget om ÅRL § 37 stk. 1.

Finanskrisen ændrede dog lidt på dette arbejde. Som følge af at så meget skal regnes ind til dagsværdi i regnskaberne, kommer der et problem når markedet ikke opfører sig perfekt. FAS 157 definition af dagsværdi er⁸⁹:

“Fair value is the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date”

Problemet var, at markedet ikke var velordnet, markedet var panisk. Alle ville sælge ingen ville købe, dermed foregik mange transaktioner til en meget lav værdi. Der var mange der mente, at finanskrisen blev forstærket af, at bankerne skulle måle deres værdier efter dagsværdi. Dermed skulle de nedskrive meget store beløb på papiret på transaktioner der ikke havde fundet sted. Kun fordi markedet for deres produkter var brudt sammen, rigtig mange markeder var ramt af illikviditet. Samtidig var dem som stod som sikkerhed ramt af stor usikkerhed, og mange af dem gik konkurs, derfor ingen sikkerhed. Hvis de ikke skulle nedskrive deres indestående til det meget lave niveau,

⁸⁸ FAS 157. Sec. 24-30

⁸⁹ Statement of Financial Accounting Standards No. 157.

kunne de have sluppet for at tvangssælge af deres depoter, ofte til en latterlig lav pris. Dette tvangssalg/likvidation var med til at få priserne på disse produkter til at falde endnu mere, dermed kørte skruen.

Dette bevirkede at lovgiverne og standart udviklerne i USA kiggede på indregningskriterierne for at anvende dagsværdi på illikvide transaktioner, da disse havde vist sig ikke at være retvisende. Som følge af dette, blev der 30/9 2008, udsendt af SEC sammen med FASB en vejledning⁹⁰. I denne vejledning skriver de at ledelsen kan bruge forventet fremtidige pengestrømme også kendt som nutidsværdi, som opgørelses metode. Når et aktivt marked for sikkerhed ikke eksisterer, da tvungen likvidation ikke er en "ordentlig" transaktion.

Da USA vedtog deres 700 mia. USD store hjælpepakke (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) er der i denne lov implementeret nogle bestemmelser omkring denne problemstilling. I sec.(§) 132 af loven, gives SEC mulighed for at suspendere "Mark-to-market accounting" nærmere bestemt FAS 157. Ifølge sec.(§) 133 får de 90 dage til at undersøge om dette er en "god" ide. Denne lov bliver vedtaget den 3. oktober 2008⁹¹. Dette er en stor anerkendelse fra lovgivers side, at der måske kan være et problem med dagsværdi systemet.

Efter de 90 dage kom kommissionen med svar til kongressen. De valgte ikke at suspendere FAS 157, men kom med nogle anbefalinger til ændring af nogle forhold. Problemet var langt hen af vejen at få fastlagt hvornår, det er et marked uden "ordentlige" transaktioner.

FASB kommer i 2. april 2009 endeligt med et tillæg til FAS 157, denne får nummeret FAS 157-e⁹². Ændringerne var ikke så markante, som der var lagt op til. Tillægget kommer med retningslinjer for hvornår transaktionerne er foregået på et marked der ikke er aktivt/perfekt (§.29A). Friheden til at bruge andre værdifastsættelse modeller, vil reducere mængden af nedskrivninger specielt i den finansielle verden. Det der sker, er at flere transaktioner bliver klassificeret som en lvl. 3. I det perfekte marked eksisterer stadig de "gamle" regler.

Der har været en del diskussion fra investorer og bloggere omkring det at FASB ændrede FAS 157⁹³. Nogle mener direkte at det var et knæfald for magtfulde banker og politikere, der ville rette om på bankernes balancer som følge af finanskrisen⁹⁴. Samt at der var nogle, der sammenlignede det med Enron, hvor det var Mark-to-fiction frem for Mark-to-market, da de frygtede kunstigt op-

⁹⁰ SEC Office of the Chief Accountant and FASB Staff Clarifications on Fair Value Accounting.

⁹¹ Emergency Economic Stabilization Act of 2008

⁹² FSP FAS 157-E

⁹³ Mark-to-Messy Accounting Change.

⁹⁴ Are you kidding FASB suspends mark to market

skruede værdier⁹⁵. Indførelsen af SFAS 157-e vurderes at forbedre bankernes bundlinje med ca. 20 %⁹⁶. Modstanderne mente at det generelt gjorde det sværere for regnskabsbrugerne at gennemskue regnskaberne.

IASB kom i april 2009 med en ny tidsplan for deres ”comprehensive review of IAS 39⁹⁷” til de først kan udstede en standart i slutningen af 2009. Tidsplanen er i overensstemmelse med den fremlagte for G20 i slutningen af 2008, hvor G20 lande ønsker en bedre regulering af markederne, for at imødegå en fremtidig krise, samt at standarderne imødekommer de problemer der har været under krisen.

“The key global accounting standards bodies should work intensively toward the objective of creating a single high-quality global standard⁹⁸”

G20 ønsker også at der skal være en mere global sammenligning standarder, så de forskellige standarder minder mere om hinanden. IASB og FASB er allerede i gang med det samarbejde. Det ses også i IASB tidsplan hvor der også er planlagt rundbordsdiskussioner i USA⁹⁹.

I interviewet med revisor fremgår det tydeligt at dagsværdi er den rigtige målestok inden for aflønningsvurderingen.

”Her syntes jeg ikke man skal tage dagsværdibegrebet væk... .. det er det der er mest i overensstemmelse med den formueorienteret regnskabsteori” Citat revisor¹⁰⁰

Der er i øjeblikket en diskussion med hensyn til dagsværdi, læs www.iasb.org for den nyeste opdatering.

Jeg har valgt kun at beskæftige mig med den rapporteringsmæssige del af dagsværdi over for interessenterne. Da det ligger uden for denne opgave, hvorvidt dagsværdi er et godt eller dårligt styringsbegreb internt i virksomhederne.

4.6.1. Min holdning til diskussionen

Jeg mener ikke at man kan klandre dagsværdibegrebet for finanskrisen. Jeg mener at dagsværdi er den bedste målemetode, da den viser den reelle værdi, som der kan sælges for. Jeg mener at intet er mere værd, end det den næste vil give for det. Jeg mener at løsningen i USA, med de 3 niveauer af dagsværdi er en god løsning, hvis bare man husker at gøre opmærksom på det når man bruger level 3, da der skal være åbenhed omkring det. Jeg syntes også det er godt at der blev trukket i land med

⁹⁵ Mark-to-Messy Accounting Change.

⁹⁶ Mark-to-Market Lobby Buys Bank Profits 20%.

⁹⁷ IASB progress update on IAS 39 replacement.

⁹⁸ Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy

⁹⁹ Fair Value Measurement.

¹⁰⁰ Fra interview med revisor

deres ændring af FAS 157, så der kom nogle klare retningslinjer for hvornår det var et illikvidt marked transaktionerne foregik på.

5. Analysen

Analysen er opbygget på en måde, der sikrer at empirien bliver brugt til at belyse problemstillingen på den bedst tænkelige måde. Analysen vil have nogle kapitelinddelinger for at give bedre overskuelighed.

Det første kapitel, er med for at belyse udbredelsen af aktiebaseret vederlæggelse, samt at se hvilke sammenhænge der er ud fra virksomhedens størrelse.

Andet kapitel er analysen af regnskaberne overfor IFRS 2 Disclosures bestemmelserne. Hvor det er relevant, vil jeg inddrage interessenterne svar fra spørgeskemaet.

I det sidste kapitel vil der være et kig på de af Nørby-anbefalingerne, som ikke vil blive berørt naturligt i de foregående kapitler. Der vil i dette kapitel også blive kigget på finanskrisen betydning for interessenterne holdning til aktiebaseret vederlæggelse.

Analysespørgsmålene fra henholdsvis regnskaberne og spørgeskemaet vil blive brugt i et sammen spil. Der vil dog være situationer, hvor de enkelte analysespørgsmål vil stå alene. Dette gøres af hensyn til at belyse problemstillingen på den mest hensigtsmæssige måde.

Jeg vil forholdsvis hurtigt, kun omtale de virksomheder der har aktiebaseret vederlæggelse. Dette gøres fordi IFRS 2, kun er interessant for disse virksomheder. Såfremt jeg beskriver en situation med alle virksomheder på fondsbørsen, vil det blive nævnt.

5.1. Udbredelsen af Aktiebaseret vederlæggelse

Aktiebaseret vederlæggelse er forholdsvis udbredt i Danmark. Der er i min undersøgelse 191 forskellige selskaber. Af disse selskaber har 85 en eller anden form for aktieaflønning i regnskabsperioden, hvilket svarer til ca. 45 %. Dette betyder at 45 % af virksomhederne benytter aktiebaseret vederlæggelse til at opnå nogle af de effekter som er beskrevet i 3.2. Motiver for at benytte Aktiebaseret vederlæggelse af sine medarbejdere. Mange af virksomhederne kommer med direkte bud på hvilket begrundelser de har haft for at benytte denne aflønningsform. Her er et eksempel på hvad Novo Nordisk har skrevet i deres årsregnskab.

”Novo Nordisks nuværende aflønningspolitik for direktører har til formål at tiltrække, fastholde og motivere ... Aflønningen skal være konkurrencedygtig og sikre, at koncerndirektørernes interesser er sammenfaldende med aktionærernes.”¹⁰¹

I dette udsnit kommer Novo Nordisk ind på et par af de centrale motiver for at benytte denne aflønningsform. Ønsket om at fastholde og tiltrække de bedste medarbejdere, er et ønske, som de primære interessenter, som udgangspunkt burde støtte. Det er også meget vigtigt at motivere medarbejderne til at give sig 110 %. Lønnen skal være konkurrencedygtige overfor lignende virksomheder, da de bedste ellers kan smutte fra virksomheden. Aflønningsformen vil blive brugt til at løse P/A problematikken, da der kommer interessesammenfald omkring en stigende aktiekurs. Som det ses her, benytter virksomhederne sig af flere motiver i en kombination, der kan også være, at andre af motiverne har været med inde over i beslutningen, men det er disse der er meldt officielt ud. Det ses i mange af regnskaberne at de samme motiver nævnes, som dem i Novo Nordisk.

I en undersøgelse fra 2003 har Beskæftigelses Ministeriet lavet en undersøgelse om udbredelsen af aktieaflønning dengang. Denne undersøgelse er sat sammen med professor Bechmann fra CBS's undersøgelse af aktieaflønning i 2007. Jeg har desuden sat mine observationer ind som 2008. Jeg har desværre er der ikke noget tal for 2007, samt et par andre felter, dog mener jeg ikke, at tabellen mister de væsentlige sammenhænge. Det kan ses i Figur 5 - Udvikling i udbredelse af Aktiebaseret vederlæggelse (egen tilvirkning), som kan ses nedenfor.

Årstal	Børsnoterede selskaber	Selskaber med optioner	Top-100 selskaber med optioner	KFX-selskaber med optioner
1995	252	5 (2 %)	4%	0%
1996	249	6 (3%)	5%	0%
1997	249	17 (7%)	14%	5%
1998	254	46 (18%)	29%	38%
1999	242	66 (27%)	43%	55%
2000	235	97 (41 %)	59%	68%
2001	219	107 (49%)	63%	74%
2002	201	95 (47%)	61%	80%
2003		85	62%	80%
2004		76	62%	84%
2005	179	68 (38%)	63%	85%
2006	183	86 (47%)	62%	85%
2008	191	85 (45 %)	61%	84%

Figur 5 - Udvikling i udbredelse af Aktiebaseret vederlæggelse (egen tilvirkning)¹⁰²

¹⁰¹ Novo Nordisk årsregnskab 2008 S. 13

¹⁰² Beskæftigelses Ministeriet 2003, S. 33

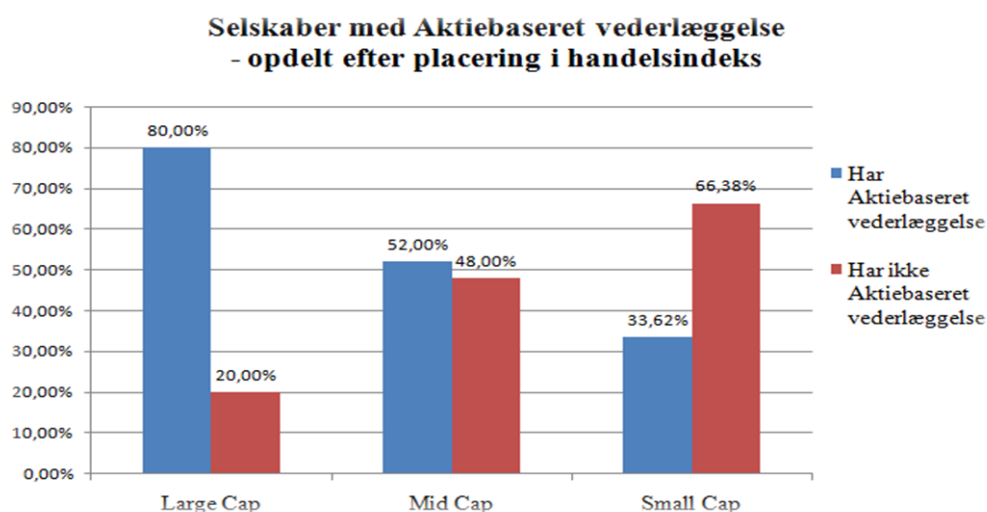
Udbredelsen faldt på fondsbørsen omkring indførelsen af IFRS 2 i 2004. Dette kan formentlig tilskrives de forhøjede rapporteringskrav, samt at virksomhederne lige skulle vende sig til IFRS 2. Bechmann (2007) nævner direkte at flere selskaber holdte en pause for at se tiden an.

”Yderligere er der flere selskaber, der har holdt en pause med anvendelsen af optionsaflønning, men som i 2006 er begyndt igen¹⁰³”

Som det fremgår af Figur 5 - Udvikling i udbredelse af Aktiebaseret vederlæggelse (egen tilvirkning) er det de mindre firmaer der har holdt igen, da C20 selskaberne holder sig stabil hen over perioden hvor IFRS indføres, faktisk er der en svag stigning, til det niveau hvor det kun er tre selskaber (Jyske Bank, Sydbank og William Demant), der ikke har denne form for aflønning. I udbredelsen for den samlede fondsbørs, er niveauet det samme som før IFRS 2. I figuren ses det, at procent tallene for 2002 og 2008 minder meget om hinanden.

Den generelle udbredelse ligger på 45 %, men for de 20 mest omsatte selskaber udgør det 84 %. Dette må betyde, at der er en forskel på udbredelsen alt efter størrelsen på virksomheden. For at belyse denne sammenhæng har jeg opdelt virksomhederne efter deres størrelse. Resultatet af dette kan ses i Figur 6 - Selskaber med Aktiebaseret vederlæggelse - opdelt efter placering i handelsindeks, som ses nedenfor.

I figuren ses der en tydelig sammenhæng. Jo større selskabet er, jo mere udbredt er aktiebaseret vederlæggelse som aflønningsform. Hos de små virksomheder i Small Cap er det kun 33 % der benytter sig af denne aflønningsform, for Mid Cap er det 54 %. Large Cap der er de største virksomheder er den helt oppe på 80 %.



Figur 6 - Selskaber med Aktiebaseret vederlæggelse - opdelt efter placering i handelsindeks(egen tilvirkning)

¹⁰³ Bechmann (2007) S. 3

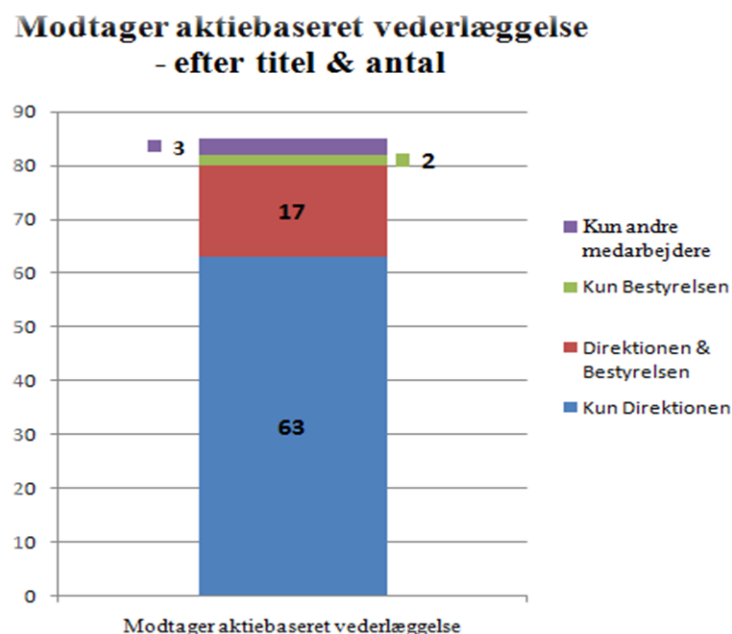
5.1.1. Hvem får aktiebaseret vederlæggelse

Der er aktiebaseret vederlæggelse i 85 af virksomhederne. Det fordeler sig med en klar overvægt for direktionerne. 80 af selskaberne har aktiebaseret vederlæggelse for deres direktioner. Dette er et højt tal svarende til 94 %. Dette ligger i god tråd med teorien, da det er direktionens beslutninger der har direkte indflydelse på virksomhedens performance. Direktøren ligger inde med vigtig viden og det er derfor vigtigt at holde på ham/hende, samt at give ham/hende sammenfaldende interesser med aktionærene. I Figur 7 - Modtager aktiebaseret vederlæggelse - efter titel ses inddelingen efter modtagerens titel, med udgangspunkt i direktion og bestyrelse.

I 2006 var antallet ifølge Bechmann undersøgelse:

”14 % bestyrelsen, 98 % direktionen og 86 % medarbejdere¹⁰⁴”

I 19 af selskaberne har bestyrelserne aktiebaseret vederlæggelse. Bestyrelsens strategiske beslutninger retfærdiggør at dette tal burde være højere. Nørby-udvalget anbefaler dog i kapitel VI, tredje del at der ikke tildeles til bestyrelsen, for at sikre deres uafhængighed. Det er derfor interessant, at 22 % af selskaberne der bruger denne aflønningsform og ser bort fra Nørby-anbefalingerne. Dette er en stigning fra 2006 på 8 % point.



Figur 7 - Modtager aktiebaseret vederlæggelse - efter titel (egen tilvirkning)

I 63 af selskaberne tildeles aktieaflønning kun til direktionen. Til gengæld er der to selskaber som kun tildeler til Bestyrelsen og dermed går udenom den daglige ledelse. 16 af selskaberne har valgt,

¹⁰⁴ Bechmann 2007, S. 8

at tildele både direktion og bestyrelse aktiebaseret vederlæggelse, for dermed at have både den strategiske og daglige ledelse i incitamentsprogrammet.

80 af selskaberne, svarende til 94 %, har også aktiebaseret vederlæggelse til deres øvrige medarbejdere. Der er dog treselskaber der kun tildeler aktiebaseret vederlæggelse til medarbejdere udenfor direktionen og bestyrelsen. De fem virksomheder der ikke tildeler til andre medarbejdere kommer tre fra gruppen af kun direktion, en fra direktion & bestyrelse, og en fra kun bestyrelse.

5.1.2. Hvem skal have aktiebaseret vederlæggelse ifølge interessenterne

I mit spørgeskema spurgte jeg interessenterne, hvem de mener, der skal modtage aktiebaseret vederlæggelse, for at modtage det bedste resultat for aktionærerne? Det skal nævnes, at det var muligt at afgive flere svar, f. eks en kombination af direktionen og andre ledende medarbejdere. Resultatet er vist i Figur 8 - Hvem skal have Aktiebaseret vederlæggelse i virksomheden.

Interessenterne mener, at ”andre ledende medarbejdere” er den gruppe som de foretrækker modtager aktiebaseret vederlæggelse. Hele 62 % af dem mener, at det er den gruppe hvor de vil få mest ud af det. Anden gruppe på interessenternes liste er direktionen, her mener ca. 55 %, at det er den bedste gruppe. Den tredje gruppe er de interne eksperter med 37 %. Denne gruppe blev taget med for at teste interessenternes ønske om at fastholde og tiltrække medarbejdere med høj viden. Jeg syntes på den baggrund at tallet er lavt., Det viser måske, at interessenterne ikke vurderer deres påvirkning af aktiekursen som at være så stor. En større del af interessenterne mener dermed, at direktionen og ledende medarbejdere har stor indflydelse på kursen og det er vigtigt at fasthold dem og give dem lidt ekstra incitament.

Direktionen og andre medarbejdere er også de grupper, som virksomhederne i størst omfang tildeler aktiebaseret vederlæggelse, Dermed ligger virksomhederne godt i tråd med interessenterne.

Det er kun 14 % af interessenterne, der mener, at bestyrelsen skal tildeles denne form for aflønning. Taget ud fra bestyrelsens strategiske beslutninger og dermed mulighed for at påvirker aktiekursen, er dette tal lavt. Dette skyldes formentligt Nørby-udvalget og frygten for misbrug, samt at bestyrelsen er aktionærens repræsentant, der trækker kraftigt i den anden retning. Hvis tallet vendes om, mener 86 % af interessenterne ikke, at det giver værdi at give bestyrelsen aktiebaseret vederlæggelse. Set i det lys mener jeg, at når 22 % af virksomhederne vælger at gøre det, er de på kant med interessenterne.

Omkring 24 % af interessenterne mener ikke, at det giver nogen værdi, at give aktiebaseret vederlæggelse. Disse interessenter mener dermed, at ulemperne overskrider fordelene. 55 % af virksomhederne på fondsbørsen mener også, at ulemperne overskrider fordelene, da de heller ikke har valgt

at indføre denne aflønningsform. En af de professionelle investorer, med 20+ års erfaring begrundet det med dette:

”I gode år gives store bonusser og det er ufortjent, da alle klarer sig godt¹⁰⁵”

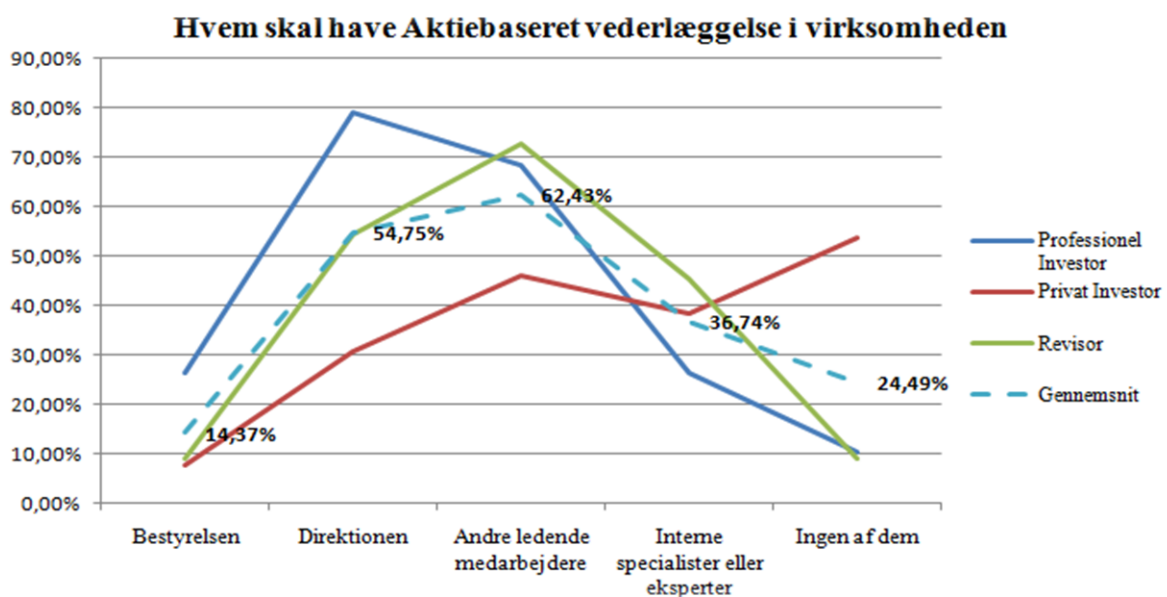
En privat investor efterlyser ikke finansielle mål, som en del af grundlaget for tildeling og har følgende holdning til:

”Aktieaflønnig er betydningsmæssigt vildt overdrevet og bør erstattes af andre incitamentsordninger med et loft på max. 50 % af basisvederlaget¹⁰⁶”

Interessant er Sparbank i denne sammenhæng, da de har indført et loft på hvor meget der må udnyttes. Det er den eneste virksomhed jeg er støt på, der har denne grænse ved udnyttelsen, hvilket må siges, at være i forståelse med interessenterne:

”værdien af optionsprogrammet ved udnyttelsen kan maksimalt udgøre 80 % af lederens årsløn”¹⁰⁷

I Figur 8 - Hvem skal have Aktiebaseret vederlæggelse i virksomheden(egen tilvirkning) kan det ses, at der er nogen forskel på hvad de enkelte interessentgrupper mener, med hensyn til hvem der skal have denne aflønningsform. Jeg vil her fremhæve et par af de interessante:



Figur 8 - Hvem skal have Aktiebaseret vederlæggelse i virksomheden(egen tilvirkning)

- Professionelle investorer er for direktionen helt oppe i 79 %, hvor det er de private der trækker ned med kun 31 %.

¹⁰⁵ Bilag N

¹⁰⁶ Bilag N

¹⁰⁷ Sparbank årsregnskab 2008 S. 29

- 54 % af de private investorer mener ikke, at aktiebaseret vederlæggelse giver et bedre resultat for investor. Dette er en markant afvigelse fra interessentgennemsnittet på 24 %.

Dette kan tilskrives, at private investorer lettere bliver påvirket af mediernes ”gode” historie, hvor medierne de sidste par år har været optaget af personer der har tjent formuer på aktiebaseret vederlæggelse, f.eks. Niels Valentin, for derefter at køre firmaet i sæk. To af de private investorer angiver, at de får supplerende oplysninger omkring aktiebaseret vederlæggelse i medierne. Det kan også være, at professionelle og revisorer har igennem deres uddannelse en indsigt i P/A-problematikken, som den private ikke har. De professionelle og revisorers kompetencer gør derfor, at de fortolker informationen/forestillingen forskelligt fra de private.

5.1.3. Hvilken type ordninger tildeles

Egenkapital ordninger er den type ordninger, som der er flest af. 79 af virksomhederne har rent egenkapitalordninger. Fem virksomheder benytter sig af en kombination imellem egenkapital og kontantordninger. Kun en virksomhed benytter sig af rent kontantordninger.

Den klare overvægt af egenkapitalordninger, skyldes formentligt at kontantordninger skal dagsværdireguleres ved hver statusdag. Med den store stigning der har været af aktieindeksene fra 2003-2007¹⁰⁸, ville det have betydet, at der skulle have indtaget en højere personaleomkostning hvert år. Samtidig er det på denne måde muligt rimeligt præcist at se hvor meget deltagerne i kontantordningen får ud af det, da det alt sammen skal bogføres.

Med aktiernes store fald sidste år, gjorde dog at de virksomheder der havde indført kontantordninger, nu kunne indregne aktiebaseret vederlæggelse som en indtægt. Dette kunne ske i den situation hvor det allerede amortiseret overskrider dagsværdien. Glunz & Jensen er en af de virksomheder hvor dette er sket, de har indtægtsført 393 t.kr i dette årsregnskab og 537 t.kr i det foregående. Hvorimod de virksomheder, der benytter egenkapitalordninger, forsat skal indregne lineært på baggrund af den beregning de lavede for år tilbage, hvor aktiekurserne lå i et andet niveau.

En anden begrundelse for overvægten i egenkapitalordninger kan være, at medarbejderen beholder sit incitament til at kursen forsat skal stige, når det er en aktie, der bliver udleveret modsat en kontant udbetaling. Dette gælder selvfølgelig kun hvis aktien ikke bliver likvideret med det samme.

5.2. IFRS 2 Disclosures vs. regnskaberne

Jeg har i min gennemgang af regnskaberne, vurderet på, hvordan regnskaberne overholder de bestemmelser der er i IFRS 2.

¹⁰⁸ Aktiekurs og graf

5.2.1. Hvilken beregningsmodel anvendes

Jeg vil starte med dagsværdiberegningerne. Det er i afsnit 46-49 i IFSR 2, at bestemmelserne står om hvorvidt dagsværdien er opgjort. De skal være med så regnskabsbrugeren forstår grundlaget for opgørelsen af dagsværdi. De oplysninger skal også med, så regnskabsbrugeren har mulighed for at kontrollere beregningerne og regne efter. Dagsværdiberegningen er grundlaget for den belastning af regnskabet som ordningerne giver, som regel under personaleomkostninger.

Ved en gennemgang af de 85 regnskaber, hvor der er aktiebaseret vederlæggelse, findes der oplysninger omkring hvorvidt dagsværdien er beregnet. Det er afsnit 47 i IFSR 2, der er den regelbaseret del af disse afsnit, i denne er der konkrete oplysninger om, hvad der skal med. Først vil jeg kigge på hvilket beregningsmodeller, der bruges. Black Scholes er klart den mest populære hele 77 af virksomhederne bruger denne model til at beregne deres dagsværdi på svarende til ca. 91 %. Det er også den nemmeste model. Jeg syntes det er godt, at så stor en del af virksomhederne benytter samme model, da det gør det nemmere for interessenter uden uddannelsesmæssige kompetencer at forstå beregningerne, da de ikke skal sætte sig ind i flere, meget forskellige modeller. Alle Large Cap virksomhederne har valgt at bruge Black Scholes, til deres beregning.

Der er dog en virksomhed, der har valgt at benytte, den noget sværere Binomial modellen, denne virksomhed er Topsil Semiconductor Materials, som ikke kommer med nogen begrundelse for valget. Nordfyns Bank benytter sig af observeret børskurs, da deres ordning er aktietildelingsordning med gratisaktier er dette muligt. Denne beregning er i princippet en indre værdiberegning på tildelingstidspunktet.

For seks af virksomhederne er det ikke muligt at se, hvilken model eller anden omgørelsesmetode, der er brugt. En klar overvægt af disse er banker, som har aktietildelingsordning. På nogle er det muligt, at komme med et kvalificeret gæt. Dette svarer til, at 7 % af virksomhederne ikke giver regnskabsbrugeren mulighed for at regne deres dagsværdiberegning efter, med samme model.

Der skal oplyses om de talmæssige forudsætninger eller parametre der er brugt til at beregne dagsværdien. Dette er beskrevet i afsnit 47 i IFSR 2, nærmere bestemt afsnit 47 a i). Der er en hvis sammenfald imellem denne og den foregående. De seks virksomheder der ikke har nævnt, hvilken beregningsmodel de har benyttet, har heller ikke oplyst forudsætninger der gør det muligt at lave en beregning.

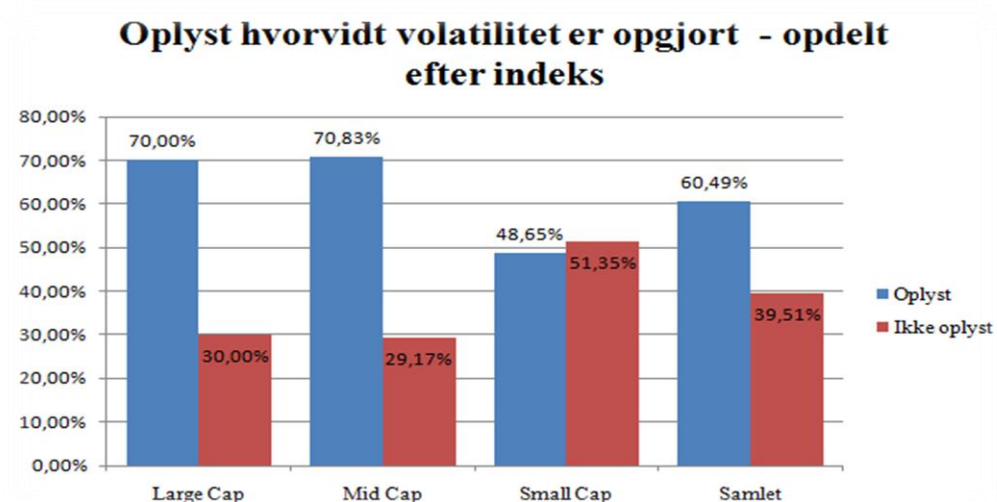
Yderligere er der to virksomheder, der også falder på denne del af IFRS 2. Maconomy falder på, at renten ikke er oplyst, men kun en henvisning til statsobligationer. Søndagsavisen som skriver hvad forudsætningerne er for beregningen, men ikke sætter tal på.

77 af virksomhederne oplyser forudsætningerne, på en overskuelig måde i deres noter. Langt de fleste i en punktopstilling, hvilket svare til 91 %.

5.2.2. Hvordan opgøres volatilitet

Ifølge afsnit 47 a ii) i IFSR 2 skal virksomhederne beskrive hvordan volatilitet er opgjort. Volatiliteten kan opgøres på mange forskellige måde. Dem med gratisaktier udeladt, da det ikke giver nogen mening, at de skal oplyse volatilitet i deres dagsværdiberegning. Det giver dermed 81 virksomheder tilbage. På denne er der mange af virksomhederne der falder igennem, kun 49 oplyser dette, dermed er det kun 60 % af virksomhederne der oplyser, hvordan de har opgjort deres akties volatilitet.

I Figur 9 - Oplyst hvordan volatilitet er opgjort - opdelt efter indeks ses inddelingen på indeksniveau. I denne figur ses det, at der er en forskel ud fra virksomhedens placering i indeks. Large og Mid. Cap minder meget om hinanden med 70 %, som oplyser volatiliteten. For Small Cap er det kun 49 %, som oplyser volatiliteten.



Figur 9 - Oplyst hvordan volatilitet er opgjort - opdelt efter indeks(egen tilvirkning)

Det er bemærkelsesværdigt, at så mange virksomheder falder igennem på denne forudsætning. 90 % af dem svare fint på 47 a i) i IFSR 2, men 30 procentpoint flere misser fuldstændigt 47 a ii). Det er specielt overraskende, at der er seks virksomheder fra Large Cap, der ikke oplyser hvordan deres volatilitet er opgjort. På grund af deres størrelse, burde de være meget mere eksponeret, deres interessentmasse og forestilling er så meget større, at selv de mindste fejl vil blive opdaget og det kan være med til at ødelægge det indtryk man har af virksomheden/forestillingen.

Jeg har kigget på om det har noget at gøre med hvem der er revisor, men der er ikke noget mønster der. Her kommer hvor mange de store revisionshuse har i kategorien "ikke oplyst" PWC 6 stk., Deloitte 7 stk., KPMG 8 stk., Ernst & Young 4 stk. og anden 7 stk.

5.2.3. Hvilke forudsætninger finder interessenterne væsentlige?

I spørgeskemaet bliver interessenterne spurgt, hvilket af forudsætninger til Black Scholes som de finder væsentlige, med henblik på at kunne vurdere ordningerne. Besvarelsene er vist i Figur 10 - Hvilket forudsætninger interessenterne finder væsentlige, vist tal er gennemsnit.

Udnyttelseskursen bliver vurderet til at være den vigtigste, hele 89 % vurderer denne som at være vigtig/væsentlig, for at de kan vurdere ordningerne. Lige efter udnyttelseskursen kommer den forventede løbetid. 83 % mener, at denne er vigtig for at kunne vurdere ordningen. Den forventede løbetid, er en der har størst betydning for dagsværdien i en Black Scholes beregning, derfor er det bestemt positivt, at så mange finder den vigtig. Volatilitet og risikofrie rente kommer sammen ind som de mindst vigtige, de ligger begge to omkring 59 %.

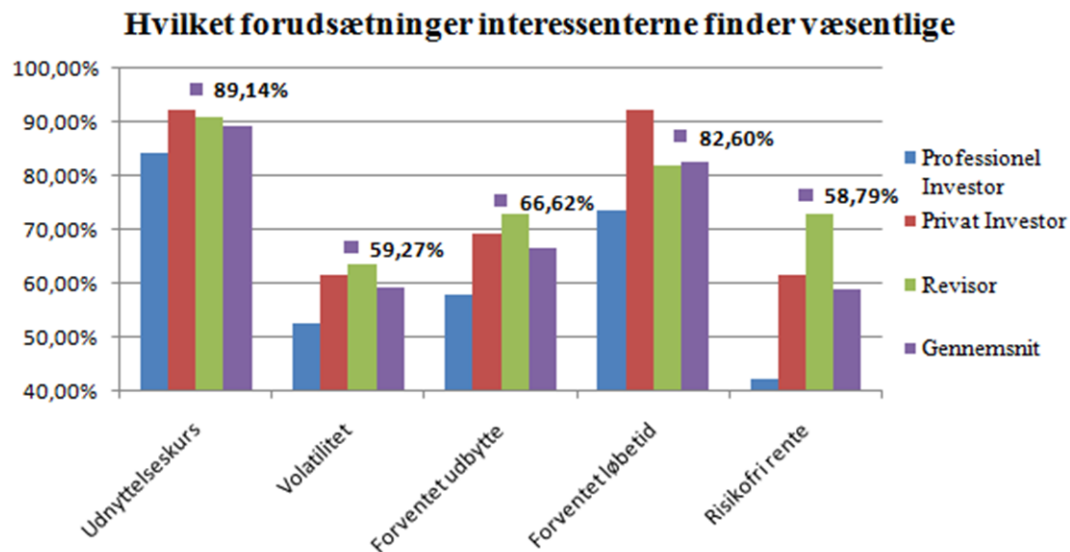
Alle tre grupper svarer meget ens, i deres vurdering af hvad der er vigtigt, det må indikere, at Black Scholes modellen er en model, som mange af interessenterne forstår og som de har et vist kendskab til.

Der var også mulighed for at skrive fri tekst ved dette spørgsmål, her er bl.a. skrevet følgende:

- En privat investor tilkendegiver, at vedkommende ikke forstår systemet.
- En professionel investor tilkendegiver, at rente og volatilitet bestemmer han selv.
- En anden professionel investor tilkendegiver på et andet spørgsmål, at de forudsætninger der ligger til grund for dagsværdien ikke er fyldsgørende nok, denne person opsætter også selv forudsætninger, på lige fod med førnævnte.

Med hensyn til den private investor, er det et væsentligt problem, når tilskueren ikke har kompetencerne til at forstå denne model, da den er helt grundlæggende for IFRS 2. Det giver problemer i forhold til at forstå ordningerne, hvis man ikke kan kontrollere dem. Dermed vil man som interessent og tilskuer få et helt andet indtryk, end det ønskede, både fra virksomheden og IASB.

Den professionelle investor, som har 10-20 års erfaring og et meget stort kendskab til aktiebaseret vederlæggelse, beregner selv med sine egne tal. Når 40 % af virksomhederne vælger ikke at oplyse hvordan volatilitet er beregnet, giver det meget god mening. Denne regnskabsbruger efterregner dermed efter mere objektive forudsætninger, da han ikke har nogen interesse i udfaldet ud over, at finde det mest præcise.



Figur 10 - Hvilket forudsætninger interessenterne finder væsentlige(egen tilvirkning)

Den anden professionelle investor, som har 10-20 års erfaring og med et stort kendskab til aktiebaseret vederlæggelse. Anfægter at forudsætningerne ikke er fyldestgørende nok, han svarer også, at han bruger andre kilder til at bestemme disse variable og så selv beregner på dem. Han selv forudsætter selv inputtet ligesom ovenstående professionelle investor.

Der er også et vinkel med hensyn til rigtigheden af forudsætningerne, om de er fastsat korrekt og om beregningen er foretaget korrekt. Jeg har ikke regnet på de forskellige regnskabstal i hvert regnskab, dog har jeg noteret det, hvis der var noget der så forkert ud. Der vil komme et eksempel på dette under afsnittet ”5.2.6. Muligt at vurdere hvor meget aktiebaseret vederlæggelse påvirker resultatet”

I mit interview med revisoren spørger jeg ind til hvordan de forholder sig til de af virksomheden opstillet forudsætninger, om de stiller spørgsmål ved de forudsætninger, der ligger til grund for værdifastsættelsen. Det var han meget klar i mælet, at eftersom det er en del af en kontrolnote, følgende citat, som er svar på spørgsmålet illustrere det rimeligt præcist:

”Ja det gør vi, dem udfordrer vi rimeligt kraftigt... vi gennemgår de forskellige parametre rimeligt detaljeret og inddrager eksperter i optionsmodelberegninger¹⁰⁹”

Det er dermed tydeligt, at revisor gør en del arbejde for at sikre, at disse oplysninger stemmer og er præcise. Dette gør at det er muligt at stole på de givne oplysninger, da selv revisor har fået en tredje part til at teste forudsætningerne.

¹⁰⁹ Interview med revisor

5.2.4. Antallet af instrumenter tildelt/udnyttet

For at kunne vurdere ordningerne i virksomhederne er det vigtigt, at kunne vurdere antallet af instrumenter der bliver givet og brugt. Dette er noget som afsnit 45 i IFRS 2 der bestemmer dette. De fleste virksomheder klare dette afsnit flot, hele 78 virksomheder, svarende til 92 % har disse oplysninger med, på en mere eller mindre overskuelig måde. Det kan være svært, at få et overblik, hvis der er mange ordninger. Her kan nævnes Novo Nordisk ¹¹⁰, hvor det strækker sig ud over to sider, omkring tildeling og udnyttelse af forskellige programmer i regnskabsperioden og sammenligningsåret. Jeg mener dog, at Novo Nordisk gør det rigtige ved at dele deres programmer op, så hver enkel ordning kan vurderes, som her hvor de er tildelt på forskellige tidspunkter. Som hovedregel er afsnittet med tildelingerne og udnyttelserne indsat som en punktopstilling i noteafsnittet omkring aktiebaseret vederlæggelse i årsregnskabet, her er det sat op med en kronologisk inddeling.

Der er dog også syv virksomheder, der ikke har disse oplysninger med. Af disse syv virksomheder har fem af dem options/warrants ordninger og de sidste to har gratis/favøraktieordninger. Et eksempel på en virksomhed med warrants ordning er Comendo, de skriver, at der kan udnyttes og vil blive tildelt i regnskabsperioden, men ikke på en måde at det er muligt, at gennemskue hvordan transaktionerne har været i regnskabsåret. Det eneste der fremgår, er hvor mange warrants programmet omfatter pr. 30/06-08, men ikke noget om hvor mange der er tildelt, udnyttet eller nogle af de fem andre punkter i afsnit 45 b af IFRS 2.

Svendborg Sparekasse har et favøraktieprogram, som kun er beskrevet med denne linje:

” Heraf aktiebaseret vederlæggelse i året, i form af favøraktier¹¹¹.....”*

Henvisningen (*) er til lønninger under personaleudgifter. Ikke en oplysning der giver meget mulighed for at vurdere ordningen.

Alle Large Cap virksomhederne har disse oplysninger med. De seks virksomheder der ikke har det med, er dermed placeret i Mid. Cap med 2 stk. og Small Cap med 4.

5.2.5. Interessenternes forhold til oplysningerne om instrumentaktivitet.

Jeg spurgte i mit spørgeskema, hvilket oplysninger omkring transaktioner, som interessenterne finder væsentlige. Det interessante er, at oplysningerne kan inddeles i historiske data. Data der har påvirket regnskabsåret og oplysninger, der kan påvirke i fremtiden.

- **Historiske data:** Udløbet optioner og Primo antal i omløb.
- **Data der har påvirket regnskabsåret:** Tildelte optioner og Udnyttet optioner.

¹¹⁰ Novo Nordisk årsregnskab 2008 side 79-80

¹¹¹ Svendborg Sparekasse årsregnskab 2008 side 12

- **Påvirke fremtiden:** Ultimo antal i omløb og Optioner som kan udnytte, men ikke er sket.

I Figur 11 - Aktivitet som interessenterne finder væsentlig, kan ses interessenternes holdning til de enkelte oplysninger. Tallet repræsenterer gennemsnitsværdien.

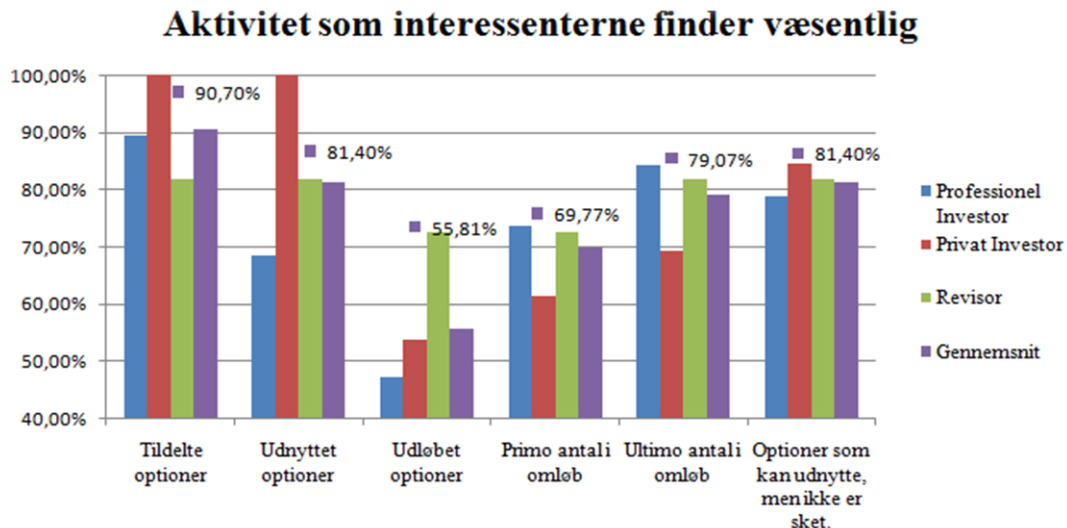
De historiske data som antallet af udløbne optioner og primo opgørelsen, findes ikke særligt interessant. Disse data har ikke nogen potentiel indflydelse på kursen, dermed er de ikke så interessante.

De data, der har påvirket regnskabsåret, er de oplysninger som interessenterne finder vigtigste. Oplysningen omkring hvor mange instrumenter der er tildelt i regnskabsperioden findes vigtigst, hele 91 % finder denne information væsentlig. Det er forståeligt nok, at denne parameter findes så vigtig, da det er her hvor der er mulighed for, at vurdere om antallet af instrumenter findes rimeligt. Dermed hvor stor en aktieandel medarbejderne kan ende med at side på. Det interessante i denne sammenhæng er, at 9 % så ikke finder det væsentligt. Antallet af udnyttede optioner finder interessenterne også stærkt interessant, hele 81 %, finder denne oplysning væsentligt. Dette skyldes formentligt, at det er ved denne oplysning kan ses, hvor mange aktier virksomheden har afleveret til medarbejderne i året.

De oplysninger, der kan påvirke fremtiden, er de oplysninger som interessenterne også finder meget interessante, hvilket er forståeligt nok da det er dem der kan påvirke kursen i fremtiden. Dette kan f.eks. ske i form af en udvandingseffekt. Optioner som kan udnyttes er i denne sammenhæng, den vigtigste med 81 %, da de potentielt kan påvirke hurtigt. Ultimo antallet kommer dog lige efter med 79 %, denne er formentligt lidt lavere, da det er lidt længere ude i fremtiden disse kan påvirke.

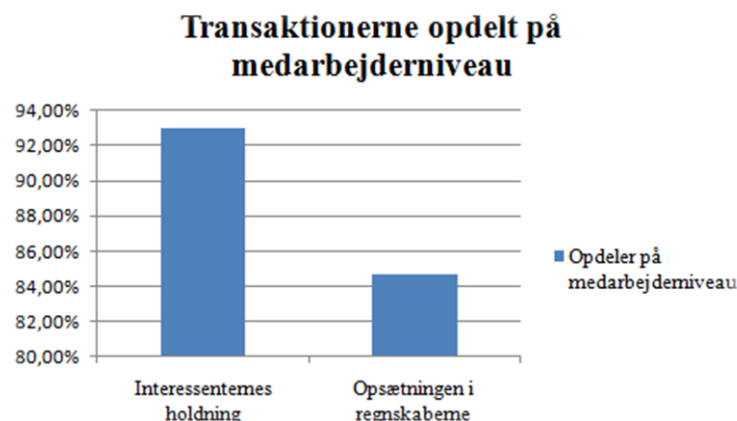
Dette indikerer, at interessenterne er interesseret i oplysninger, der påvirker det aktuelle regnskab og de oplysninger, der har potentiale for at påvirke i fremtiden.

Som det ses i figuren er interessegrupperne meget enige i deres udsagn, der er dog et lille udslag for revisorerne. Revisorerne mener som udgangspunkt, at alle oplysningerne er vigtige, de har ikke det store udslag, dette skyldes formentligt at de er tro overfor IFRS 2, da den ikke gør forskel på oplysningernes værdi.



Figur 11 - Aktivitet som interessenterne finder væsentlig (egen tilvirkning)

I forlængelse af ovenstående spørgsmål, spurgte jeg til interessenternes holdning, at disse oplysninger blev inddelt i medarbejdergrupper. Dette er ikke et krav fra IFRS 2, men en interessant information, ud i at vurdere hvilket medarbejdergrupper i virksomheden der ligger inde med mange rettigheder. Det er på denne måde også muligt, at vurdere, hvem i virksomheden der ligger inde med den største interesse i en aktiekursstigning. For at have noget at holde tallene op imod, har jeg også gennemgået regnskaberne, for at se hvor mange virksomheder der oplyser transaktionerne på medarbejderniveau.



Figur 12 - Transaktionerne opdelt på medarbejderniveau(egen tilvirkning)

Som det ses i Figur 12 - Transaktionerne opdelt på medarbejderniveau, efterspørger hele 93 % af interessenterne disse oplysninger. Det er derfor glædeligt, at hele 85 % af virksomhederne oplyser dette. Dette gøres, selv om der ikke er et krav. Virksomhederne gør det dermed frivilligt, et godt

forsøg på at imødekomme interessentkrav og dermed dækker en større del af interessenternes informationsbehov.

5.2.6. Muligt at vurdere hvor meget aktiebaseret vederlæggelse påvirker resultatet

Afsnit 50 i IFRS 2, foreskriver at virksomheden skal give oplysninger, der gør det muligt for regnskabsbrugeren, at forstå virkningen af den aktiebaseret vederlæggelse i årets resultat. Dette gøres ved at indregne den del af dagsværdien, der tilhører året i resultatopgørelsen. Dette gøres som regel under personaleomkostninger, som en separat post, på lige fod med almindelig løn, pension og social sikring. Udspecificeringen er som en separat note, hvor forudsætninger og antallet der ligger til grund for dagsværdiberegningen er udspecificeret.

Eksempel på dette er Novozymes, som indregner det aktiebaseret vederlæggelse, under deres personaleomkostning på side 81 i årsrapporten 2008 og udspecificere det i note 24¹¹².

Denne indregning i resultatet er noget de fleste virksomheder klarer på en fin og overskuelig måde, jeg har i min gennemgang kun stødt på en virksomhed, der ikke indregner noget i resultatet, denne virksomhed er Comendo.

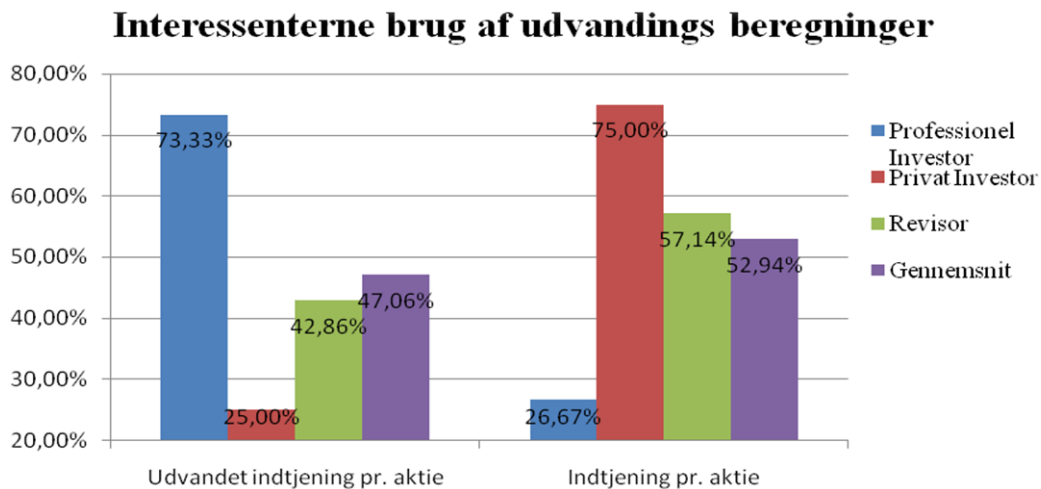
Jeg har gennemgået Comendo's regnskaber for de sidste par år og der bliver ikke i nogle af dem indsat en personaleomkostning, eller anden omkostning, der henviser til deres aktieoptionsprogram. De indskriver den med 0 kr. i de sidste to år, det virker besynderligt eftersom udnyttelsesprisen på deres optioner er 85 % af aktuel aktiekurs. Det skal nævnes, at Comendo heller ikke oplyser beregningsmodel eller forudsætninger, men oplyser, at programmet består af 320.575 stk. aktieoptioner.

En ordning med aktiebaseret vederlæggelse kan også have effekt andet sted i regnskabet. Warrant-baseret ordninger har en udvandingseffekt, det betyder, at pga. der bliver udstedt "nye" aktier kommer der en udvanding indtjeningen pr. aktie. Denne effekt optræder i regnskabet som "udvandet resultat pr. aktie", som regel i linjen under "resultat pr. aktie". Alle virksomheder med warrants ordninger har udvandingseffekten.

Jeg spurgte interessenterne, hvilket en af dem de bruger i vurdering af en virksomhed. På dette er der stor forskel på interessentgrupperne, som det ses i Figur 13 - Interessenterne brug af udvandings beregninger, i figuren har jeg fjernet dem der svarede "ved ikke", det gjorde ni respondenter (fire Professionel Investor, en Privat Investor og fire Revisor). Her er der en tydelig forskel på interessenternes kompetencer og deres forståelse af oplysningerne. 73 % af de Professionel Investor svare udvandet indtjening, hvorimod det kun er 25 % af de private investor, vælger at bruge denne oplysning i vurderingen af selskaberne. Dette resultat er overraskende, da det indikerer at privat in-

¹¹² Novozymes årsregnskab 2008 side 96-97

vestor måske ikke er trygge ved begrebet ”udvandet resultat pr. aktie” og på den baggrund vælger at bruge ”resultat pr. aktie”. ”Resultat pr. aktie” optræder i alle regnskaber, dermed vælger de private investor at bruge en parameter, de kender. Jeg mener, at udvandet er det rigtige parameter at bruge, da den giver det mest præcise resultat, udestående warrant skal nemlig regnes med.



Figur 13 - Interessenterne brug af udvandings beregninger(egen tilvirkning)

5.2.7. Generelt omkring informationsværdien

Regnskabsbrugeren skal med regnskabet i hånden kunne forstå arten og omfanget af den aktiebaseret vederlæggelse der har været i regnskabsperioden. Det er afsnit 44 i IFRS 2, der foreskriver dette. Før jeg vil gå ind i, hvordan det bliver klaret, i de regnskaber jeg har undersøgt. Jeg vil her kigge på den undersøgelse Bechmann har lavet i 2007, da han også kommer ind på området¹¹³.

Bechmann (2007) kigger på informationsværdien i regnskaberne. Det ses tydeligt, at de forskellige tiltag der er gjort reguleringsmæssigt, har haft sin effekt. En effekt som Bechmann (2007) også anerkender. For 10 år siden var 36 % af forklaringerne direkte intetsigende, i 2006 er dette tal nede på 6 %. De skærpede krav fra IFRS 2 er der dog 48 % som ikke opfylder. Bechmann (2007) kommer selv med en forklaring på dette høje tal, da flere af de selskaber med den intetsigende beskrivelse er nynoteret på børsen. Bechmann (2007) placere en virksomhed i ”intetsigende” hvis virksomheden mangler væsentlige forhold fra IFRS 2’s krav, som gør at ordningen ikke kan vurderes. Jeg mener dermed, at det kan være interessant at se, hvordan hans 2006 tal på 17 % har flyttet sig til i dag. Jeg har også en kategori ved navn ”slet ikke” som illustrerer, at det slet ikke er muligt at vurdere ordningen, den burde dække samme område som Bechmann (2007).

¹¹³ Bechmann S. 5

Til at vurdere oplysningerne i deres helhed har jeg lavet fem kategorier. Kategorierne bliver kørt op imod den tekst, der står før noteoplysningerne, i noterne og en samlet af hele regnskabet. Min inddeling er:

1. **Meget høj grad** – alt er med, overskueligt og detaljeret opsat. Opsat og forklaret på en måde alle interessenter forstår, der er gjort en stor ekstra indsats.
2. **Høj grad** – lovpligtige oplysninger, plus ekstraoplysninger, opsætningen er overskuelig og god, men detaljeret, efterlader indtrykket at der er gjort en ekstra indsats.
3. **Nogen grad** – Lidt mere end de oplysninger, som gør det muligt at vurdere, men ikke meget, god opsætning.
4. **Lav grad** – Kun de oplysninger som gør det muligt at vurdere, og opsat på en måde at det kan være svært at finde, men oplysningerne er der.
5. **Slet ikke** – Mangler væsentlige minimumsoplysninger.

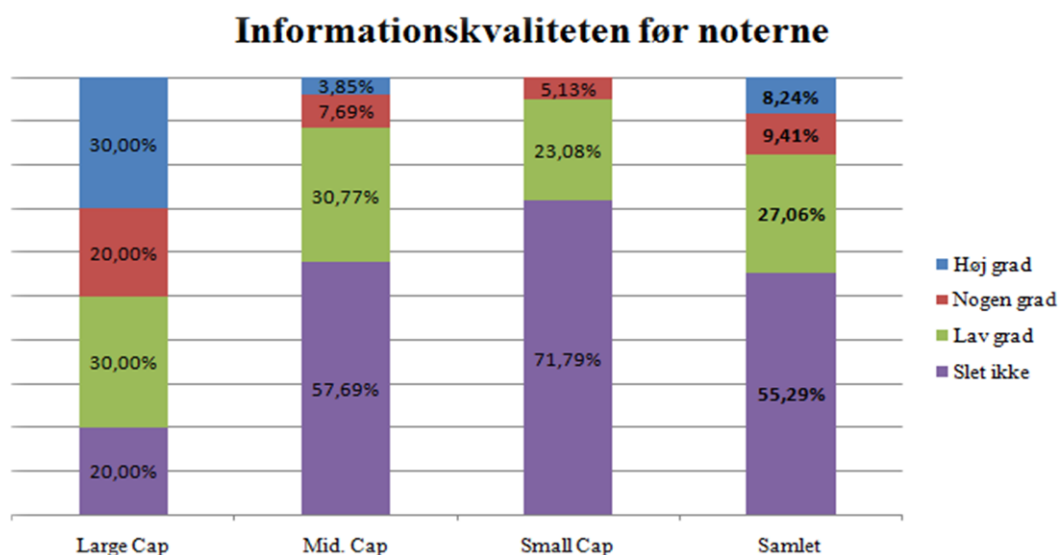
Denne opsætning tæller bedst, når der kigges på hele regnskabet. Det kan ikke forventes, at en virksomhed ruller en komplet IFRS 2 ud før de når til noterne, det kan der i noterne. Jeg mener dermed godt det kan forvente, at virksomhederne kommer ind på deres aflønningsstruktur inden de kommer til noterne. Som det kan ses i Bilag I, læser 42 % af interessenterne ikke noterne ved første gennemlæsning. Som det fremgår af Bilag J, har jeg spurgt ind til, for at få et overblik, om der er dele af regnskabet, som interessenterne finder vigtigere end andre. Dermed om der er dele, som interessenterne bruger flere kræfter på at gennemgå end andre. 30 % erklærer at hele regnskabet er lige vigtigt, hvilket også betyder, at 70 % differentierer i regnskabs inddelinger. Kun 7 % vælger noterne frem for de andre. Indledningen og ledelsesberetningen som ville være de andre steder hvor den aktiebaseret vederlæggelse bliver beskrevet, findes vigtigst af 26 % interessenter. Der er i dette stor, udsving i interessentgrupperne. Professionel investor ligger tæt på gennemsnit. Private investorer og revisor skiller sig ud omkring resultatopgørelsen kontra ledelsesberetningen, hvor resultatopgørelsen er klart mest populært hos privat investor, mens ingen vælger ledelsesberetningen. Hos revisor er det ledelsesberetningen, som er mest populær.

I IFRS 2 er der ikke noget krav om, at oplysningerne ikke må stå bestemte steder. Fondsrådets betænkning, som ophøjer det kvalitative noteafsnit med incitamentsaflønning til en kontrolnote, gør at der altid skal være en fyldestgørende beskrivelse, i henhold til IFRS 2 i noterne. Det er imidlertid også en vigtig vinkel, hvorvidt virksomhederne møder interessenternes informationsbehov. Derfor er nedenstående inddelt i en gennemgang af;

- Før noteoplysningerne,
- I noterne
- Samlet af hele regnskabet

5.2.8. Informationskvaliteten før noterne

Oplysninger omkring aktiebaseret vederlæggelse, som er placeret i regnskaberne før noterne, vil være placeret i indledningen eller ledelsesberetningen. Som det ses i neden stående Figur 14 - Informationskvaliteten før noterne, er der stor forskel på mængden af information der gives alt efter virksomhedens størrelse og dermed eksponering. Det er ikke nok at skrive ”vi har aktiebaseret vederlæggelse”, der skal nogle tal på, som gør det muligt, at lave en foreløbig vurdering. De største virksomheder giver kun 20 % ikke information om deres aktiebaserede vederlæggelse. For Small Cap virksomhederne er dette tal oppe på 72 %. Denne forskel skyldes formentligt, at de store virksomheder har en betydelig større interessentmasse, som har forskellige interessent krav. For at møde interessenterne informationsbehov, giver disse virksomhederne denne ekstra information. Informationerne er bygget op af mere prosa og er dermed en mere ”blød måde” i stedet for punktopstillingerne i noterne. En opsætning der kan virke mere tiltalende på nogle interessent grupper. Denne ekstra information gives for at virke åbne og dermed give interessenterne illustrationen af, at de bliver lukket lidt ind back-stage, for dermed at skabe et højere niveau af troværdighed – ”vi er åbne og har intet at skjule”.



Figur 14 - Informationskvaliteten før noterne (egen tilvirkning)

Disse oplysninger fra virksomhederne er også med til, at styrke virksomhedernes corporate governance afsnit, da disse oplysninger er en væsentlig del af dette.

5.2.9. Informationskvaliteten i noterne

De fleste virksomheder har en separat note der hedder ”aktiebaseret vederlæggelse”. Enkelte virksomheder har lagt den ind under personaleomkostninger, men det er i denne note, at den aktiebaserede vederlæggelse skal beskrives i detaljen. De oplysningskrav der er opstillet i IFRS 2, klares fint blandt virksomhederne, med at have oplysningerne med i noterne. Med denne kontrolnote i hånden, skal regnskabsbrugeren kunne vurdere ledelsesaflønningen i virksomheden.

Virksomhederne kommer med mange gode oplysninger, der gør det muligt for regnskabsbrugeren, at vurdere arten og omfanget af den aktiebaserede vederlæggelse, der har været i perioden. Dermed opfylder denne kontrolnote langt hen af vejen sin berettigelse. Der er dog en mangel med hensyn til IFRS 2, som vist i kapitel 5.2.2. Hvordan opgøres volatilitet, 40 % af virksomhederne har ikke denne oplysning med. Eftersom denne del af IFRS 2 er regelbaseret, skal denne oplysning med. Det er dog også en oplysning som interessenterne indikere, at de beregner selv. Sammenlagt med de andre IFRS 2 parameter som forskellige virksomheder har udfordringer med at oplyse, giver det samlet 44,71 % af virksomhederne, som ikke har de IFRS 2 påkrævet oplysninger med.

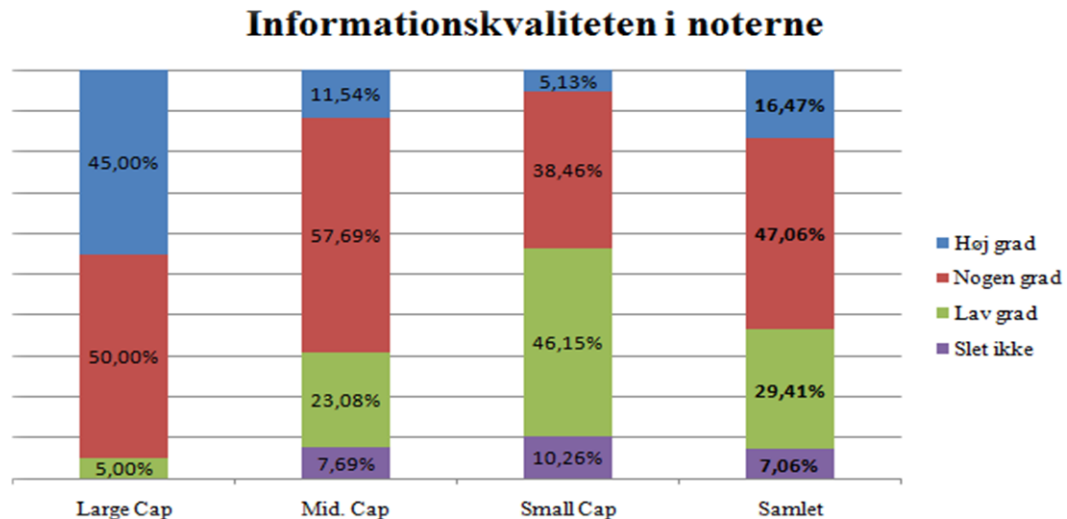
I interviewet med revisor spørges ind til hans holdning til, at IFRS 2 er regelbaseret omkring IFRS 2 Disclosures bestemmelserne. Revisor melder klart ud at han er:

”tilhænger af at den er regelbaseret, der er så meget fokus på incitamentsaflønning, så disse ting skal oplyses... med alle de oplysninger der kommer i noterne¹¹⁴”

Det er positivt, at så stor en del af virksomhederne kommer med oplysninger, da det gør det muligt for regnskabsbrugeren at vurdere den aktiebaserede vederlæggelse, i årsrapportens noter. Det kan ses i Figur 15 - Informationskvaliteten i noterne. Kun 7 % af virksomhederne formår ikke at komme med de oplysninger, som gør dette muligt. De andre 93 % kommer med detaljerede og overskuelige noteoplysninger. Hele 64 % af virksomhederne (Høj grad + nogen grad) vælger at give flere oplysninger, for at skabe en bedre forståelse for deres aktiebaserede vederlæggelse.

I denne figur ses også den sammenhæng. Der har været gennemgående, nemlig at de mest eksponerede virksomheder igen er dem, der har de mest fyldestgørende oplysninger i årsrapporten. Oftest har virksomhederne mere med end der er krævet.

¹¹⁴ Interview med revisor



Figur 15 - Informationskvaliteten i noterne (egen tilvirkning)

Jeg vil ikke i selve opgaven, pensle de otte virksomheder ud der har kraftige udfordringer med at overholde IFRS 2 og hvorfor jeg vurderer de har det. Da jeg ikke mener, at det bidrager til noget forståelsesmæssigt. Enkelte af dem er nævnt, hvor det har været bidragende. Virksomhederne er nævnt i Bilag K og hvorfor.

5.2.10. Informationskvaliteten samlet set

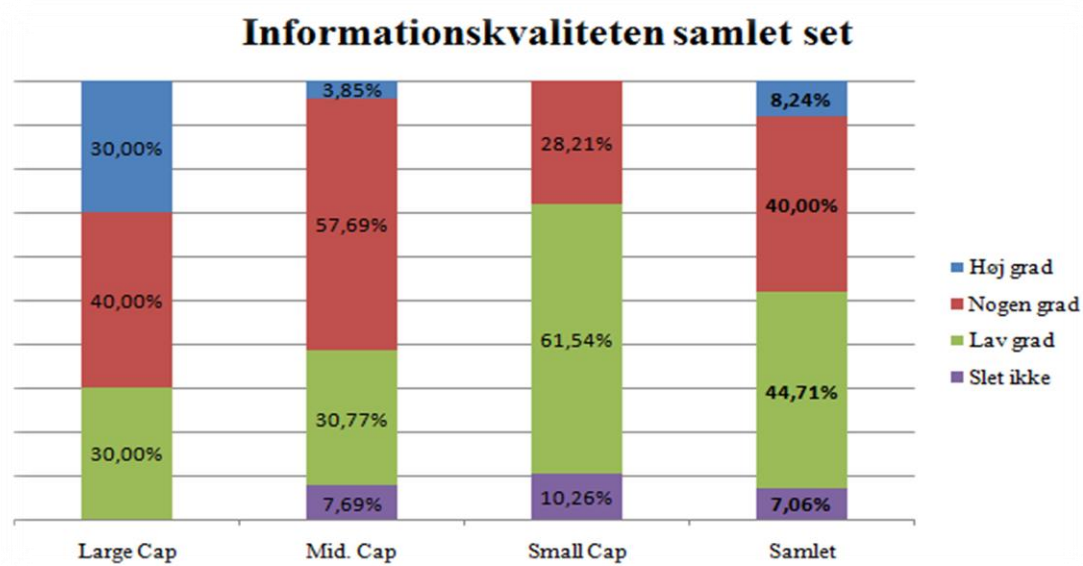
Denne del er det samlede indtryk af virksomheden åbenhed omkring aktiebaseret vederlæggelse. Det skal understreges, at IFRS 2 er klaret ved at have oplysningerne i noterne. For at få en god placering i denne, må det forventes, at der gives oplysninger også før noterne, når en så stor del af interessenterne ikke læser noterne ved første gennemgang.

For at sikre, at interessenterne får det rigtige indtryk af forestillingen omkring regnskabet, er det vigtigt, at forestillingen har høj troværdighed og at interessenternes forskellige forudsætninger ikke er en for stor forhindring.

I interviewet af revisoren blev der spurgt ind til, om revisorer opfordrede virksomheder til at medtage flere oplysninger, - hvilket han meldte blank ud med et nej. Kun i det tilfælde, hvor det bidragede til et mere retvisende billede. Dette indikerer, at det er virksomhederne, som selv presser på, for at få oplysningerne ud.

Det samlede resultat af virksomhedernes åbenhed og kvalitet af oplysningerne kan ses i Figur 16 - Informationskvaliteten samlet set. Det ses af figuren at de store virksomheder, har betydelig bedre kvalitet af deres oplysninger.

De store virksomheder er bevidste omkring deres mange interessenter, derfor vælger de at komme med mange supplerende oplysninger. Mange af disse virksomheder har også en åbenhedspolitik, måske en hel afdeling der tager sig af kommunikation. Virksomhederne er bevidste om, at de er stærkt eksponeret i pressen, hvor medierne sidder og venter på den ”gode” historie. Ved at have mange oplysninger, appellerer de også til flere interessentgrupper, da interessenternes kompetencer bliver mindre betydelige i forståelsen af virksomhedens aktiebaseret vederlæggelse. Eftersom virksomhederne er mere eksponeret, er selv deres ”mindre” interessentgrupper store, dermed giver det god mening at forsøge at møde deres informationsbehov.



Figur 16 - Informationskvaliteten samlet set (egen tilvirkning)

I interviewet med revisoren, nævner han en anden årsag, til den mere information fra de store virksomheder. Det kan være pga. af de store virksomheder typisk har mere komplicerede ordninger, end de små virksomheder.

De mindre virksomheder vil ofte have en begrænset interessentmasse. De ekstra oplysninger som de mindre virksomhederne kommer med, vil ikke have værdi for så mange interessenter. Disse virksomheder har heller ikke store kommunikationsafdelinger, eller bliver ofte trukket igennem mediemøllen. Derfor giver det mening, at de vælger ”kun”, at holde sig til det lovmæssige. Jeg mener dog stadig, at de godt kan nævne det med lidt prosa inden de når til noterne.

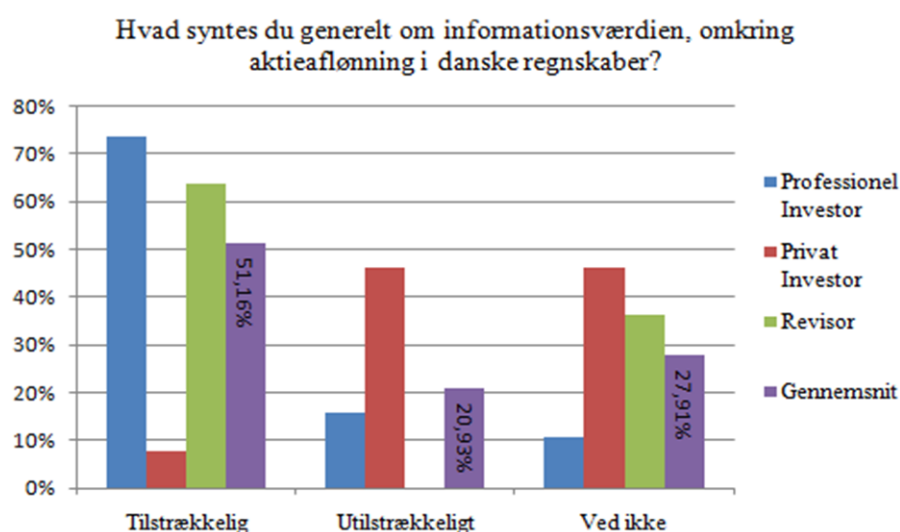
Det er overraskende, at det er under 50 % af virksomhederne, der gør en ekstra indsats, for at interessenterne skal få det rigtige indtryk. Disse virksomheder risikerer, at interessenterne misforstår forestillingen. I spørgeskemaet blev der spurgt til interessentgruppernes holdning til informationskvaliteten generelt.

Resultatet er vist i Figur 17 - Hvad syntes du generelt om informationsværdien, omkring aktieaf-
løbning i danske regnskaber?. Jeg har valgt at tage dem med der trykkede ”ved ikke”, da det er 28
% af interessenterne, som ikke har en holdning til dette.

51 % af interessenterne mener, at informationerne er tilstrækkelige og 21 % mener, de er utilstræk-
kelige. I figuren ser vi, som det er set tidligere, at der er stor forskel på interessentgruppernes svar
efter deres kompetencer. Professionelle investor og revisors svar minder meget om hinanden, de
har begge en markant overvægt i tilstrækkeligt, med henholdsvis 74 % og 64 %. Der er dog en af-
vigelse omkring ved ikke, hvor markant flere revisor svarede denne. Ikke en revisor mener, at oplys-
ningerne er utilstrækkelige. Den private investors svar er stor set et spejlbillede på hvad de to andre
grupper har svaret. Kun 8 % mener, at oplysningerne er tilstrækkelige og 46 % mener, at de er util-
strækkelige.

Ved dette spørgeskema var det muligt for interessenterne at notere hvorfor, hvis de svarede util-
strækkeligt, her er fremhævet et par stykker af dem:

- Professionel Investor, efterlyser et afsnit der detaljeret udforsker ledelsens løn, med alt inkl.
- Privat Investor, ”Der er næsten intet, og det der måtte være der, er så kryptisk og skjult, at
man risikerer, at man opfatter det som suspekt, og det kan næppe være i firmaernes interes-
se”
- Privat Investor ”Dem der laver regnskaberne er så meget dygtigere end mig, vil de snyde
mig gør de det bare”



Figur 17 - Hvad syntes du generelt om informationsværdien, omkring aktieafløbning i danske regnskaber?
(egen tilvirkning)

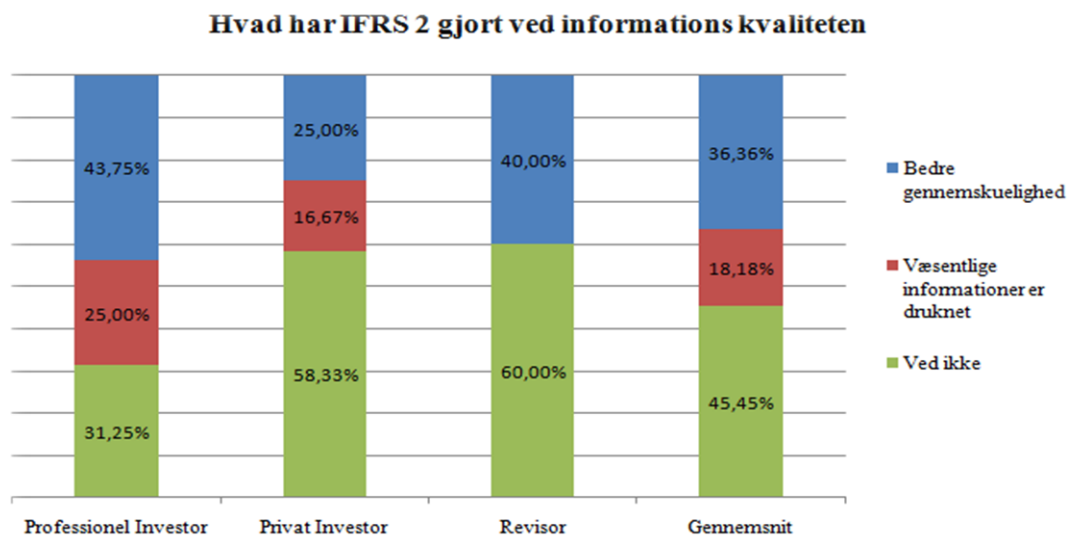
Den første private investor kommer ind på et af de problemer, som tidligere har været nævnt, at interessenterne tror, at ledelsen har noget at skjule overfor dem og det ødelægger virksomhedens troværdighed.

Den anden private investor påpeger samme problemstilling, at nogle af interessenter er meget mistænksomme overfor ledelsens åbenhed omkring deres aflønning.

For at forbedre denne troværdighed er formentlig begrundelsen for, hvorfor de store selskaber giver ekstra information, som tidligere nævnt i dette kapitel.

Interessenterne blev også spurgt til deres holdning om hvorvidt IFRS 2, havde gjort informationerne ”bedre gennemskuelige” eller om de væsentlige informationer var druknet. Jeg har til denne udregning fjernet dem med under 5 års erfaring/interesse, da de ikke har oplevet hvordan det var før IFRS 2. 10 svar er dermed fjernet, 70 % havde svaret ved ikke, 30 % bedre gennemskuelighed.

Resultatet af dette spørgsmål kan ses i Figur 18 - Hvad har IFRS 2 gjort ved informationskvaliteten?. Der er en stor mængde der har svaret ved ikke hele 45 %, hvilket indikerer, at det er længe siden, at det allerede er på vej ud af hukommelsen, hvordan det var før IFRS 2. 18 % af interessenterne mener, at de væsentlige informationer er druknet. Jeg er overrasket over dette tal, som jeg syntes er højt. Jeg syntes dog det er positivt, at dobbelt så mange, nemlig 36 % mener, at IFRS 2 har gjort det mere gennemskueligt.



Figur 18 - Hvad har IFRS 2 gjort ved informationskvaliteten? (egen tilvirkning)

5.3. Nørby-udvalget og finanskrisen

Nørby-udvalgets corporate governance anbefalinger, kommer også ind på den aktiebaserede vederlæggelse. I de foregående kapitler har dette været nævnt, specielt ved tildelingen af aktiebaseret

vederlæggelse til bestyrelsen. Jeg vil i det følgende kigge på udnyttelseskursens niveau og den individuelle oplysning af direktionens medlemmers vederlag.

5.3.1. Udnyttelseskursens niveau i forhold til markedskurs.

Nørby-udvalget anbefaler at udnyttelseskursen sættes lavere end markedskursen. Dette for at aktiekursen skal stige et vist niveau, for at der er gevinst for medarbejderne. Der er på denne parameter ikke særlig stor forskel ud fra placeringen i indeks. De ligger sig alle sammen omkring de 50 %, med en svag overvægt til de største virksomheder. Samlet set har 44 % af virksomhederne en ordning, hvor udnyttelseskursen ligger over den aktuelle markedskurs. Den samlede figur er vist i Bilag L. Det er uheldigt, at 56 % af virksomhederne vælger, at se bort fra denne klare anbefaling.

5.3.2. Individuel oplysning om samlet vederlag til ledelsen

En anden af anbefalingerne er, at virksomheder skal oplyse om virksomhedens ledelse individuelle løn forhold. Som med de andre anbefalinger kan virksomheden vælge, at følge dem eller forklare hvorfor ikke. Den mest brugte forklaring for ikke er, at virksomheden ikke vurderer det giver nytte for interessenterne eller det er rimeligt, eksempel på dette er Carlsberg:

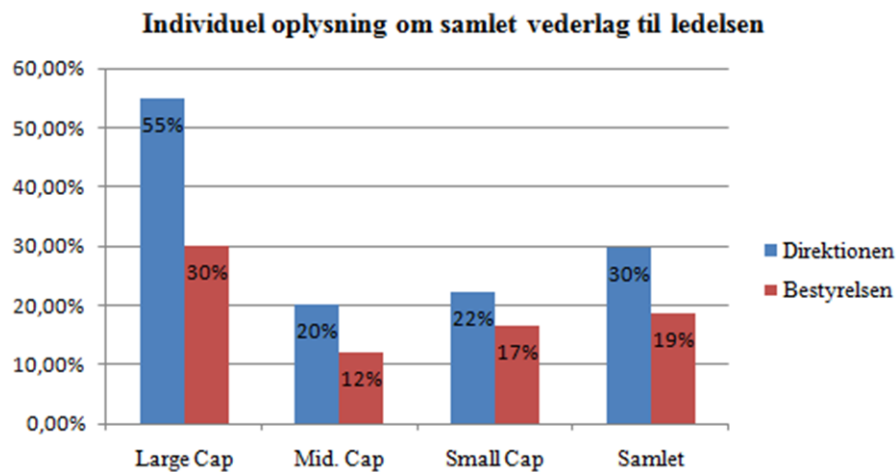
”Carlsberg giver i årsrapporten oplysning om gruppens vederlagsordninger, vederlagenes bestanddele og det samlede vederlag til henholdsvis bestyrelsens og direktionens medlemmer, jf. årsregnskabslovens § 69. Det findes ikke nyttigt eller rimeligt at offentliggøre oplysninger om vederlag til enkeltpersoner¹¹⁵”

Der er stadig en stor del af virksomhederne der vælger at følge anbefalingen. Som det ses af Figur 19 - Individuel oplysning om samlet vederlag til ledelsen, er det muligt, at se hvor stor procentdel af virksomhederne der oplyser om deres individuelle lønforhold, for henholdsvis direktion og bestyrelse. For at få en anmærkning her, skal det være en samlet opgørelse af, alt vederlæggelse. Det er ikke nok at lave en samlet opgørelse kun indeholdende løn eller optioner og så sætte de andre parametre i en samlet. Oplysningerne skal ud over det, stå med navns nævnelse. Oplysningerne skal også stå samlet, så det er muligt for investor hurtigt at få et overblik, for nemt at kunne vurdere det.

Som det ses i denne figur er der også overfor dette forhold forskel ud fra virksomhedens placering i indeks. De største virksomheder er markant mere åbne, om deres ledelses individuelle lønforhold. Det kan også hænge sammen med, at de mindre firmaer ikke har mange medlemmer i disse kategorier, så en samlet opgørelse ikke dækker særligt mange personer.

¹¹⁵ Carlsberg årsregnskab 2008 S. 61

Samtidig ses det at virksomhederne er markant mere åbne omkring direktionens individuelle vederlag end bestyrelsens. Dette kan hænge sammen med at bestyrelsen oftere kun modtager fast vederlag, dermed er en oplysning af den omkring den samlede og hvilken faktor der er til formanden, meget sigende. Hvorimod direktionen ofte modtager variabel løn og andre goder, hvor en samlet opgørelse ikke er sigende.



Figur 19 - Individuel oplysning om samlet vederlag til ledelsen (egen tilvirkning)

5.3.3. Finanskrisen

I dette kapitel vil der være fokus på finanskrisens indflydelse på interessenternes holdning til aktiebaseret vederlæggelse og deres fokus på oplysningerne der bliver givet i regnskaberne. Jeg vil hermed kigge på, hvorvidt interessenterne vil have ændret fokus på dette corporate governance forhold.

I Bechmann og Raaballes (2009) undersøgelse af incitamentsaflønnning til bankerne, ses det at de banker, som har haft aktiebaseret vederlæggelse, tog en større risiko og dermed var mere eksponeret for finanskrisen. Der er i medierne blevet sat lighedstegn imellem risiko og dårlig ledelse. Det skal dog huskes, at prisen på penge (renten) er et udtryk for hvilken risiko der er ved transaktionen. Finanskrisen afspejler, at nogle steder var risikoen ikke vurderet korrekt. Det skal også nævnes, at der ikke var nogle der brokkede sig, da Roskilde Banks aktiekurs steg til skyerne, pga. de forhøjede risikoindtagelse i bankens forretninger. Bechmann og Raaballes (2009) undersøgelse viste, at denne risikoindtagelse øjensynligt tog overhånd op til finanskrisen, i virksomheder med incitamentsaflønnning. Dette har været med til, at mediernes jagt på den ”gode” historie flere gange har medvirket til negativ omtale omkring incitamentsaflønnning. Et eksempel på dette er følgende artikel, som er en reaktion på Bechmann og Raaballes (2009) undersøgelse: ”Bankbosser bliver fede af tag-selv-

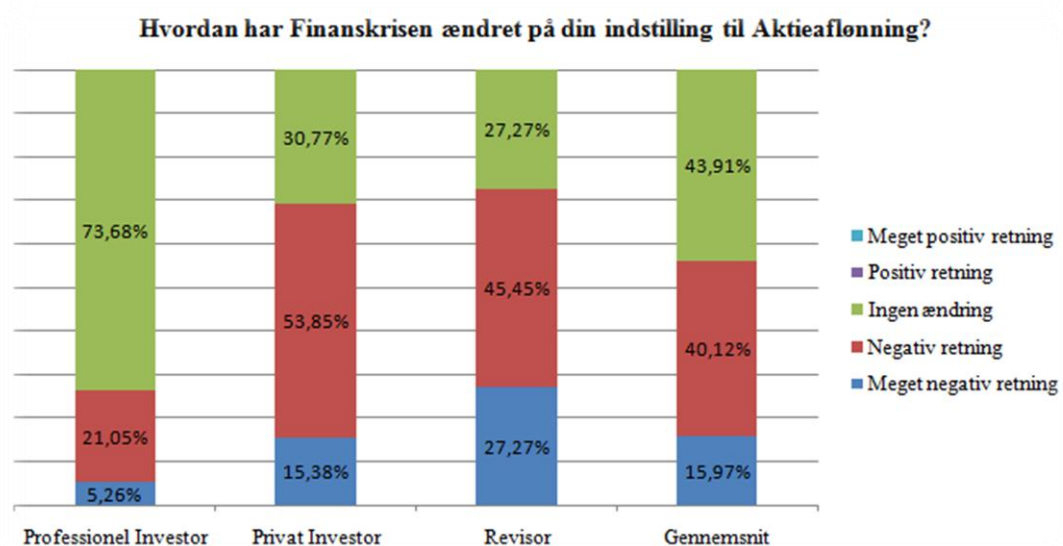
bord¹¹⁶” Dette må forventes, at have en betydning for interessenternes holdning til aktiebaseret vederlæggelse.

5.3.4. Hvordan har finanskrisen ændret på din indstilling til Aktieaflønni

På dette spørgsmål, er der ikke én, der har svaret positivt. 44 % af respondenterne mener ikke, at det har ændret noget i forhold til denne form for aflønning. Dette betyder, at 56 % af interessenterne er negativt indstillet over for aktiebaseret vederlæggelse, som følge af finanskrisen. Det samlede resultat kan ses i Figur 20 - Hvordan har Finanskrisen ændret på din indstilling til Aktieaflønni

Dette overraskende høje tal kan skyldes, at interessenterne mener, at de høje bonusser har drevet virksomhedslederne til at tage unødvendigt høje risici, for egen vindings skyld. Det kan også skyldes, en generel vrede på de højtbetalte virksomhedsledere over, at de ikke så krisen komme og at de dermed ikke skal have nogen bonus.

I spørgsmålet ses en forskel i interessentgruppernes holdning. Den professionelle investor er klart mindre påvirket af finanskrisen, end de to andre grupper. Tilskrives at de professionelle investorer også har fokus på fordelene og dermed ikke er ligeså påvirkelige af medierne. Overraskende er det, at revisor er så negativ, da deres indsigt i P/A-problematikken burde gøre, at de lagde sig nærmere den professionelle investor.



Figur 20 - Hvordan har Finanskrisen ændret på din indstilling til Aktieaflønni (egen tilvirkning)

Dette betyder, at virksomhederne har en kæmpe kommunikations udfordring, hvis de har tænkt sig at beholde denne aflønningsform i fremtiden. Hvilket lægger lidt op til det næste spørgsmål.

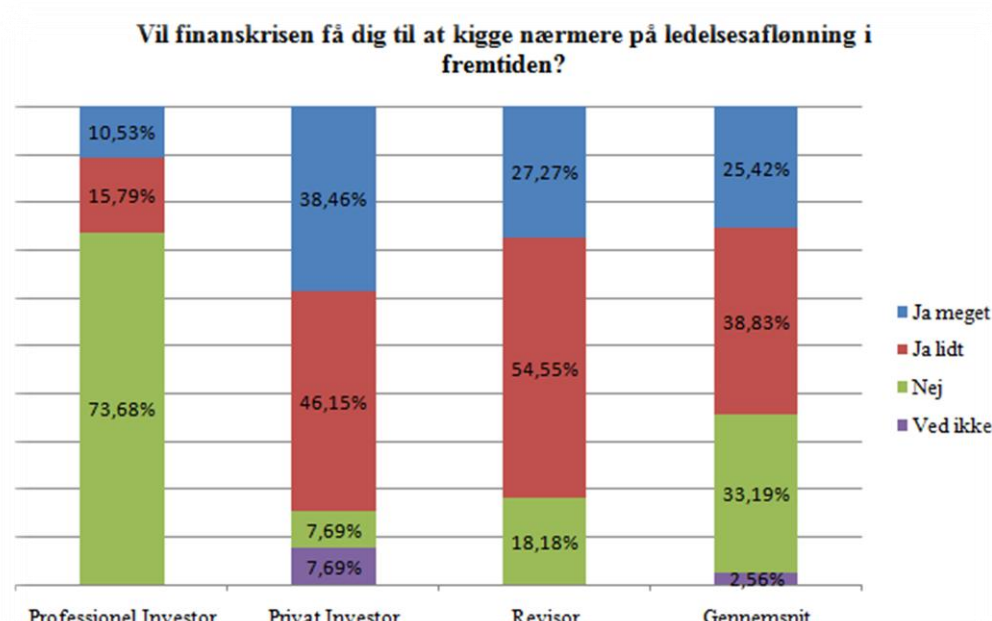
¹¹⁶ Bankbosser bliver fede af tag-selv-bord

5.3.5. Vil du i fremtiden kigge nærmere på ledelsesaflønningen i vurderingen af virksomheder, som følge af finanskrisen?

I Figur 21 - Vil finanskrisen få dig til at kigge nærmere på ledelsesaflønning i fremtiden? kan det ses, at en stor del af interessenterne vil kigge nærmere på det der bliver skrevet i regnskaberne omkring aktiebaseret vederlæggelse i fremtiden. Hele 64 % interessenterne vil i fremtiden bruge mere tid på at læse afsnittene omkring dette. Dette er et overraskende stort tal, men også positivt, da det betyder, at virksomhederne bliver nød til, at være mere skarpe omkring kommunikationen af disse forhold. Det betyder også, at en væsentlig større del af interessenterne vil forholde sig skarpere til corporate governance forholdene i virksomhederne.

Med hensyn til interessentgrupperne er det, næsten det samme antal, som vil kigge nærmere på dette i fremtiden, som dem, der er blevet mere negativt indstillet. Dette kan betyde flere ting:

- De har historisk ikke brugt nok tid på det.
- De vil i fremtiden bruge mere tid for, bedre at kunne vurdere ledelserne.
- Bedre indsigt i virksomhedens corporate governance.
- Den store mængde private investorer, vil formentligt bruge den ekstra tid på at højne deres kompetence indenfor området.
- Det store antal revisorer, vil have et højere fokus, hvilket vil være til fordel for de andre interessentgrupper.



Figur 21 - Vil finanskrisen få dig til at kigge nærmere på ledelsesaflønning i fremtiden? (egen tilvirkning)

5.3.6. Finanskrise har gjort en del ordninger ubrugelige. Hvad skal virksomhederne gøre her?

Undersøgelsen af regnskaberne viste at fem selskaber melder direkte ud at værdien af deres nuværende ordninger er 0 kr. værd (NKT Holding, Bang & Olufsen, Solar, FirstFarms og InterMail)¹¹⁷

Til dette spørgsmål havde interessenterne mulighed for at svare:

- Give medarbejderne en ny ordning med samme indtjeningspotentiale, ellers er incitamentet væk.
- De skal bevare de nuværende ordninger, målet med ordningerne er at sætte medarbejderen og investoren i samme båd, det gør man ikke ved at nulstille.

Dette svar udstiller også opfattelserne af aktiebaseret vederlæggelse:

- Er det en lønstigning som alle andre, eller
- Er det noget som skal binde medarbejderne og aktionærerne mere sammen.

Alt efter hvilket motiver man har i virksomheden for indførelsen af aktiebaseret vederlæggelse, burde man svare forskelligt på dette spørgsmål.

Er det for at nedbryde P/A-problematikken? Skal ordningerne holdes.

Er det for at fasthold og tiltrække de bedste medarbejdere? Skal der laves en ny ordning.

Er det for at sikre at medarbejderne kun tjener noget, ekstra når aktionærerne gør? Skal ordningerne holdes.

Er det for at sikre at medarbejderne yder en ekstra indsats? Skal der laves en ny ordning.

Royal Unibrew har valgt at annullere deres options program:

”Det er i 2009 besluttet at annullere selskabets aktieoptionsprogram for 2008-2010 for direktion og ledende medarbejdere. Baggrunden herfor er, at de forudsætninger, der var til stede ved etableringen af programmet i foråret 2008, i dag må betragtes som værende bristet som følge af kursudviklingen på selskabets aktier¹¹⁸”

Det er en svær diskussion, eftersom aktiebaseret vederlæggelse skal gives med en kombination af de forskellige motiver. Jeg mener, at ordningerne skal holdes, af to årsager:

- På denne måde er medarbejderne og aktionærerne i samme båd, tabet for medarbejderne er kun et år eller to mistet bonus, for aktionærerne kan det være betydeligt mere.

¹¹⁷ Bilag O

¹¹⁸ Royal Unibrew årsregnskab 2008 side 23

- Den anden er at det vil være et kommunikationsmæssigt mareridt at overbevise aktionærerne om, at der skal oprettes en ny bonus til medarbejderne, pga. kursen er faldet som en sten. Aktionærerne har formentligt ikke lyst til at belønne dem, der sad ved roret da det skete.

I besvarelserne af dette spørgsmål, er interessentgrupperne forholdsvis enige. 55 % af interessenterne mener, at ordningerne skal holdes og 45 % af Interessenterne, vil give dem en ny. De professionelle investorer er dog lidt tilbøjelige til, at de gerne vil give en ny ordning, for at sikre at incitamentet eksistere, 53 % af de professionelle støtter dette. Den samlede figur kan ses i Bilag M.

6. Konklusion

Aktiebaseret vederlæggelse er et udbredt aflønningsværktøj i danske børsnoteret virksomheder. 45 % af virksomhederne bruger det som et værktøj til at nedbryde P/A problemet, fastholde og tiltrække den rette arbejdskraft eller et af de andre oplistede motiver i kapitel 3.2. Motiver for at benytte Aktiebaseret vederlæggelse af sine medarbejdere. Niveauet er igen kommet op på samme niveau som det sås inden IFRS 2, efter at have været nede i en bølgedal, specielt for de mindre virksomheder. Virksomhederne skulle lige ses tiden an omkring de forhøjede oplysningskrav.

Der er en tydelig tendens til, at jo større virksomheden er, jo mere udbredt er denne aflønningsform. For de største i Large Cap er udbredelsen helt oppe på 80 %, som bruger denne aflønningsstruktur for at modvirke ovennævnte uhensigtsmæssigheder. Hele 93 % af ordningerne er rent egenkapitalordninger, som ikke skal dagsværdi reguleres ved hver balancedag. Dette skyldes formentligt de stigende aktiekurser, der var frem til 2007, de skulle opskrives hvert år med en markedsrate. Omvendt har de virksomheder med kontantordninger, haft mulighed for at indtægtsføre pga. de generelle faldende kurser, som følge af finanskrisen.

En anden tendens der ses er, at det typisk er direktionen og andre medarbejdere der modtager aktiebaseret vederlæggelse, hele 94 % af ordningerne er henvendt til disse grupper. Direktionen vil typisk være en vigtig arbejdskraft, med høj viden og stor beslutnings kompetence, det er derfor vigtigt at fasthold disse samt sikre, at deres beslutninger er i aktionærens interesse. Andre medarbejdere vil typisk også være essentielle for virksomhederne at fastholde. Interessenterne støtter, at det er disse to medarbejdergrupper, der modtager aktiebaseret vederlæggelse, da det er her de ser den største gevinst for dem selv. 22 % af virksomhederne vælger også at tildele bestyrelsen, dette mener 86 % af interessenterne og Nørby-udvalget til gengæld ikke er en god ide. Bestyrelsens store beslutnings kompetence, bliver opvejret af frygten for misbrug, samt at bestyrelsen i forvejen er aktionærens repræsentant. 24 % af interessenterne mener dog ikke at aktiebaseret vederlæggelse giver nogen værdi for aktionærerne. På denne er der et stort udslag med hensyn til private investorer, der er stærkt imod (54 %), dette skyldes formentligt denne interessentgruppes kompetencer og dermed manglende indsigt i P/A-problematikken samt de andre motiver for indførelsen. En anden begrundelse kan være at mediernes jagt på den ”gode” historie, har haft en negativ vinkel med bl.a. Niels Valentin. Den kan også vendes om, da 55 % af virksomhederne vælger at følge disse 24 %, ved ikke at have aktiebaseret vederlæggelse.

IFRS 2 Disclosures er regelbaseret, dermed skal alle oplysninger med, det kan omformuleres til at IFRS 2 Disclosures sætter minimumskravet. Afsnit 44 foreskriver, at virksomheden skal oplyse så det er muligt for regnskabsbrugeren at forstå arten og omfanget af den aktiebaseret vederlæggelse,

der har været i regnskabsåret. Disse oplysninger placeres i noterne, i det man kalder en kvalitativ kontrolnote, da det er med denne at regnskabsbrugere kan kontrollere ledelsen i virksomheden. Mange virksomheder vælger dog også at komme med supplerende oplysninger i andre dele af regnskabet end noterne, dette gøres for at give regnskabet troværdighed, ved at være åbne og give interessenterne indtrykket af at kunne se lidt af back-stage.

Som følge af IFRS skal der oplyses omkring, hvordan dagsværdien er opgjort, dette skal gøres på en måde, der gør det muligt for regnskabsbruger at regne efter. Dette klarer virksomhederne generelt godt, Black Scholes er den mest populære beregningsmodel, hele 91 % bruger denne model til at fastsætte dagsværdien, denne model bliver også fremhævet i Appendix B i IFRS 2 som at være en god beregningsmodel. Der er dog otte af virksomhederne, der ikke fyldestgørende oplyser de forudsætninger, der ligger til grund for deres dagsværdiberegning. Virksomhederne skal også oplyse, hvordan de har opgjort deres volatiliteten, dette er i princippet standartafvigelsen på aktiekursen. Denne oplysning har kun 60 % af virksomhederne med. Der er ikke nogen sammenhæng på, hvem der mangler det, de er repræsenteret i alle indeks og spredt ud over revisionshusene.

Interessenterne finder udnyttelseskurs og løbetid, som de væsentlige. Udnyttelseskursen er formentligt valgt, så de kan vurdere den indre værdi. Løbetiden er en af de vigtigste for værdifastsættelsen, derfor finder jeg det positivt, da det indikerer, at interessenterne har indsigt i Black Scholes.

Enkelte melder også ud at de selv beregner med egne forudsætninger f.eks. volatilitet. I interviewet med revisor meldte han klart ud, at revisor udfordrer de af virksomheden opstillede forudsætninger og inddrager eksterne eksperter i bl.a. optioner.

For at interessenterne kan vurdere omfanget af tildelingen, skal virksomhederne beskrive hvor mange der er tildelt, udnyttet m.v. Syv af virksomheder oplyser ikke dette på en tilfredsstillende måde. Interessenterne er klart mest interesseret i de oplysninger, der påvirker det aktuelle regnskab og dem, der kan påvirke i fremtiden. Alle oplysningerne findes dog væsentlige.

Interessenterne efterspørger også, at disse oplysninger er opdelt på medarbejderniveau hele 93 % støtter det. Noget 85 % af virksomhederne gør. Dette er ikke et krav i IFRS 2, men jeg må på det kraftigst anbefale at virksomhederne efterlever dem.

Et andet sted, hvor aktieaflønnings påvirker regnskabet er pga. udvandingseffekten, her ses der dog en stor forskel i interessenternes kompetencer. De professionelle bruger i vid udstrækning "udvandet resultat pr. aktie", imens de private bruger "resultat pr. aktie". Jeg syntes, det er bekymrende at så stor en del af de private investorer ikke bruger denne parameter.

Det overordnede indtryk af regnskaberne er, at de klare sig godt. Virksomhederne præsenterer deres oplysninger på en god og overskuelig måde, ca. 50 % vælger at give andre oplysninger end det er krævet af IFRS 2. En stor del af virksomhederne giver dermed oplysninger, som gør det muligt at vurdere arten og omfanget af ordningerne. Der er dog et væsentligt problem i henhold til IFRS 2, nemlig oplysningen om hvordan volatilitet er oplyst. Sammenlagt med de andre oplyst IFRS 2 parameter som forskellige virksomheder har udfordringer med at opfylde. Giver det en samlet at 44,71 % af virksomhederne ikke har de IFRS 2 påkrævet oplysninger med. Otte af disse virksomheder har endvidere væsentlige problemer med at overholde flere dele af IFRS 2.

Det gennemgående i hele rapporten er, at jo større virksomheden er og dermed eksponeret, jo flere oplysninger er med, samt at kvaliteten af oplysningerne også er bedst hos disse. Denne forskel skyldes formentligt at de store virksomheder har en betydelig større interessentmasse, som har forskellige interessent krav. For at møde deres informationsbehov, giver disse virksomhederne denne ekstra information.

Det er væsentligt at virksomhederne er bevidste om hvem deres interessenter er og hvilket type krav og rettigheder de har. Aktionærerne som er en af de primære interessenter har et ejermæssigt krav overfor virksomheden og er derfor interesseret i at deres investering bliver forvaltet optimalt. Virksomheden er derfor forpligtet til at give aktionærerne mulighed for at vurdere om dette gøres. Kontrolnoten omkring ledelsesaflønning er en af de væsentlige i denne sammenhæng, det er derfor essentielt at de forstår det kommunikeret i denne note. Aktionærerne har et højt informationsbehov som virksomheden skal forsøge at dække. IFRS 2 er regelbaseret for at tvinge virksomhederne til at have mange oplysninger med, for dermed at dække så mange interessentgrupper som muligt, inden for rimelighedens grænser.

Interessenternes holdning til informationskvaliteten er stærkt præget af, hvilken interessentgruppe de tilhører. Samlet set mener 51 % af interessenterne at informationerne er tilstrækkelige. Professionelle investorer og revisor er generelt tilfredse, med en tilfredshedsgrad på 74 % og 64 %, hvorimod de private investorer er stærkt utilfredse. Dette skyldes formentligt en forskel i kompetencer hvor, den professionelle og revisor har en uddannelsesmæssig baggrund der gør at de nemmere forstår de termer der bruges. Enkelte interessenter har også en generel mistillid til de af virksomheden givne oplysninger. Dette er en udfordring for virksomhedernes kommunikation, at kun 8 % af de private mener at de givne oplysninger er tilstrækkelige. Deres informationsbehov bliver dermed ikke mødt. Dette problem er helt essentielt ved kommunikation. Dem, der ser forestillingen vil opfatte det fremførte forskelligt, alt efter deres kompetencer. Virksomhederne skal derfor være bedre til

at kommunikere ud i et sprog og metode, som den private investor forstår, ellers vil deres viden på området blive skabt af mediernes jagt på den ”gode” historie.

Der er dog en positiv vinkel af IFRS 2. Dobbelt så mange, som mener at det har været en ulempe, mener at IFRS 2 har givet bedre gennemskuelighed.

Nørby-udvalget er kommet med sine anbefalinger for at sikre corporate governance. Disse anbefalinger har nogle vinkler, som virksomhederne burde implementere i deres aktiebaserede vederlæggelse. Disse anbefalinger kan være med til at legitimerer ordningerne, som dermed burde være væsentligt nemmere at kommunikere ud til interessenterne. Et par af anbefalingerne er, at udnyttelseskursen skal sættes over markedskursen, dette gøres kun af 44 % af virksomhederne. Det er kun under en tredjedel, der oplyser vederlaget på individuelt niveau. Dette er uheldigt, da en øget åbenhed ville være med til at skabe troværdighed. Interessenternes ønske om ekstra åbenhed bliver dermed kun mødt af 30 % af virksomhederne. Virksomhedernes ledelse skal ikke gemme sig bag en overvejelse omkring jantelov eller anden begrundelse for ikke at oplyse hvad de tjener. Hvis de ikke er stolte af det de gør, skal de lade være.

Finanskrisen har medført, at en stor del af interessenterne er blevet mere negativt indstillet overfor incitamentsaflønning, hele 56 % mener, at finanskrisen har ændret deres opfattelse i en negativ eller meget negativ retning. De negative historier, samt at ingen så krisen komme, har gjort at interessenterne tvivler på, om ledelserne har fortjent bonus. Specielt historierne omkring bankbonusser har bestemt trukket i negativ retning. De samme interessenter, hvis holdning har ændret sig i en negativ retning, vil i fremtiden holde bedre øje med ledelsesaflønningen i de virksomheder de arrangere sig i.

Interessenterne har en øget interesse. Dette betyder at virksomhederne i fremtiden skal være meget bedre til at kommunikere deres aflønning og corporate governance forhold ud til interessenterne. Hvis en virksomhed vælger at benytte sig af aktiebaseret vederlæggelse, hvilket der kan være mange gode grunde til, skal de være opmærksomme på, at de skal være meget skarpe og præcise i deres kommunikation ellers tror interessenterne bare, de har noget at skjule.

En gruppe af interessenterne er indstillet på, at aktiebaseret vederlæggelse er en del af lønnen. 45 % af interessenterne er indstillet på at give de medarbejdere en ny ordning, hvis de nuværende ordninger er uden indtjeningspotentiale. 45 % af interessenterne finder dermed aktiebaseret vederlæggelse er et nødvendigt værktøj til at få medarbejderne til at yde en ekstra indsats.

Der er ikke noget galt i at have aktiebaseret vederlæggelse, heller ikke efter finanskrisen. Virksomhederne skal bare være indstillet på, at den kommunikationsmæssige udfordring, der ligger i at ha-

ve denne form for aflønning, ikke er blevet mindre. De skal være bedre til at møde interessenternes krav.

Aktiebaseret vederlæggelse fremstilles for langt de fleste virksomheder i deres regnskab på en overskuelig måde, hvilket gør det muligt for regnskabsbruger at vurdere arten og omfanget af ordningen. Det er dog kun 55,29 %, der kan bryste sig af at aflevere en fuld IFRS 2. Interessenternes forståelse for det kommunikerede materiale, afhænger meget af deres kompetencer. Professionelle investorer og revisorer, som må vurderes til at have store kompetencer, har stor forståelse for det kommunikerede. Den private investor hænger lidt efter og er lidt hæmmet bl.a. af indsigten i P/A-problematikken, udvandingseffekt og den brugte terminologi, men samlet set viser de god forståelse for centrale dele af IFRS 2 som værdifastsættelse og tildeling. Dette er noget, som virksomhederne skal være bevidste om i deres kommunikation. Samlet set vurderer jeg at IFRS 2, har gjort regnskaberne mere gennemskelige omkring aktiebaseret vederlæggelse. Jeg finder dermed bestemt, at interessenterne kan bruge de oplysninger, som langt de fleste virksomheder har med, til at vurdere den aktiebaserede vederlæggelse, der har været i virksomheden. Der er dog stadig nogle få virksomheder, der ikke kommer med nok oplysninger til at dette er muligt.

7. Perspektivering

Med den viden jeg har nu, er der nogle problemstillinger der kunne være interessante at arbejde videre med:

1. Hvorfor mangler 40 % af virksomhederne oplysningen omkring, hvordan deres volatilitet er opgjort?
 - a. Er det revisor, der ikke er skarp nok på denne?
2. Hvorfor vælger 55 % af virksomhederne ikke denne aflønningsform?
 - a. Frygten for negativ omtale?
 - b. Er der nogle typer af virksomheder, det ikke passer til?
3. Hvorfor er aktiebaseret vederlæggelse så meget mere udbredt hos de største virksomheder?
 - a. Der er markant forskel på udbredelsen alt efter handelsindeks.
4. Hvilke værktøjer bruger de resterende 55 % af virksomhederne for at modgå P/A-problematikken og sikre at de kan tiltrække og fastholde den korrekte arbejdskraft?
 - a. Andre bonus systemer?
 - b. Kontrol?

Alle disse ville kræve at metoden blev ændret til at involvere virksomhederne mere aktivt. Dette kan gøres i forbindelse med en spørgeskemaundersøgelse eller interview. Dette skulle så gøres med

medlemmer af de undersøgte organisationer, som har indsigt eller beslutnings kompetence inden for området.

5. Hvilke muligheder er der for at hæve de private investeres forståelse af indholdet i regnskaberne?

Med hensyn til denne, skulle metoden også ændres til at involvere de private investorer betydeligt mere, det kunne gøres i forbindelse med dybdegående interview. Dette er formentligt en generel problemstilling for regnskabets indhold og ikke kun isoleret til IFRS 2.

Med hensyn til min undersøgelse vil jeg gerne komme med nogle overvejelser over fremtiden for aktiebaseret vederlæggelse.

Finanskrisen har medført, at interessenterne er blevet mere negativt indstillet overfor aktiebaseret vederlæggelse. Kun et år efter finanskrisen er interessenterne naturligt ekstra negative, men finansmarkedernes hukommelse er kort. Virksomhederne må være indstillet på at de vil blive kontrolleret i fremtiden, da interessenterne ikke vil finde sig i at se en gentagelse af Niels Valentin eller andre ordninger, der er løbet løbsk. En model som den Sparbank har valgt med maks. på udnyttelsen, burde bestemt overvejes. Så ordningerne ikke løber løbsk, noget som interessenterne efterspørger.

Aktiebaseret vederlæggelse bliver for tiden angrebet fra en anden kant, nemlig fra den politiske verden. Herfra forsøger et par politiske partier at score, hvad jeg vurderer som et par billige populistiske point på et forsøg på at ulovliggøre store bonusser, herunder aktiebaserede. Jeg tror dog ikke det bliver til noget, pga. den frie løndannelse i Danmark¹¹⁹.

Jeg vurderer, at der vil komme et dyk i udbredelsen, de næste par år. Til den værste storm er overstået. Der skal også være noget at give bonus på baggrund af. Når der igen er faldet ro på markederne og beskæftigelse igen kører i 5. gear, så forudser jeg, at virksomhederne igen tager dette aflønningsværktøj op. De ordninger, der vil blive lavet i fremtiden, vil dog blive konstrueret på en mere interessentvenlig måde, og ikke så meget som en fed bonus. Virksomhederne bliver nødt til at lære af deres fejl.

Jeg er af den overbevisning, at virksomhederne godt kan have aktiebaseret vederlæggelse. Ordningerne skal bare strikkes sammen på en måde, så interessenterne ikke er i tvivl om, at det er til deres bedste. Virksomhederne skal kommunikere ud, hvorfor de vælger at give denne form for aflønning.

¹¹⁹ DF og S parat til bonusloft i alle brancher

Oplysninger skal også opsættes på en måde, som interessenterne forstår og har indsigt i. Som det fremgik af analysen efterlyser en del interessenter, at mange af oplysningerne er opdelt på medarbejderniveau. Disse er ikke et krav i IFRS 2, men jeg må på det kraftigst anbefale at virksomhederne efterlever dem. Virksomhederne skal være meget skarpe i deres kommunikation, som skal være på interessenternes niveau.

8. Litteratur liste

8.1. Bøger

- Andersen, Ib: Den skinbarlige virkelighed. 3. udg. Samfundslitteratur, 2005. (Bog)
- Banner-Voigt, Erik og Søren Rasmussen: Aktieløn. 1. udg. Thomson A/S, 2000. (Bog)
- Banner-Voigt, Erik og Søren Rasmussen: Aktieløn. 1. udg. Thomson A/S, 2004. (Bog)
- Beskæftigelses Ministeriet: Betænkning fra Udvalget om Aktieoptioner, Betænkning nr. 1430. 1. udg. Beskæftigelses Ministeriet, 2003. (Bog)
- Deloitte: Share-based payments, A guide to IFRS 2. 1. udg. Deloitte, 2007. (Bog)
- Elling, Jens O.: Årsrapporten - teori og regulering. 1. udg. Gjellerup, 2004. (Bog)
- Ernst & Young: 2008 International Financial Reporting Standard update. Side 11-11. 1. udg. Ernst & Young, 2008. (Bog)
- FASB: FASB Interpretation No. 44. 1. udg. Financial Accounting Standards Board, 2000. (Bog)
- International Financial Reporting Standards (IFRSs®) 2008. Side 201-206 & 319-322 & 2456-2464. Redigeret af: International Accounting Standards Board®. 1. udg. International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), 2008. (Bog)
 - IASB editorial corrections and changes 16 April 2008. Redigeret af: International Accounting Standards Board®. 1. udg. International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), 2008. (Bog)
- Lederne: Aktieløn2008, Sektion 2. 1. udg. Lederne, 2008.
 - Internetadresse: <http://www.lederne.dk/NR/rdonlyres/30C9FB1E-13B3-4528-B432-177E5DBDA90A/0/Lederl%c3%b8n2008.pdf> - Besøgt d. 12.10.2009 (Bog)
- M. Hansen: Spørgeskemaer i virkeligheden. 1. udg. Samfundslitteratur, 2008. (Bog)
- Nygaard, Claus: Strategizing - kontekstuel virksomhedsteori. 3. udg. Samfundslitteratur, 2006. (Bog)
- PricewaterhouseCoopers: Regnskabsmæssig behandling af aktiebaseret vederlæggelse - IFRS 2 og årsregnskabsloven. 1. udg. PwC InHouse, 2004.
 - Internetadresse: <http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/28FAD7F2E199CB0E80256EC50035DB1E> - Besøgt d. 08.03.2009 (Bog)

8.2. Artikler

- Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe: *Danske bankdirektørers aflønning – Incitaments-aflønning eller tag selv bord?*. I: School of Economics and Management Aarhus University, 25.09.2009.
 - Internetadresse: http://person.au.dk/fil/17630770/wp09_03.pdf Besøgt d. 12.10.09 (Artikel)
- Bechmann, Professor Ken L.: *Anvendelsen af optionsaflønning i danske børsnoterede selskaber i perioden 1995-2006*. I: Økonomi- og Erhvervsministeriet, 12.05.2007, s. 1-15.
 - Internetadresse: <http://www.oem.dk/graphics/oem/nyheder/Pressemeddelelser%202007/Rapport%20optionsafl%F8nning.pdf> Besøgt d. 26.10.2009 (Artikel)

- Eisenhardt, Kathleen M.: *Agency Theory: An Assessment*. I: Stanford University, 1989, s. 57 (Artikel)
- Green, Jerry R. og Nancy L. Stokey: *A Comparison of Tournaments and Contracts*. I: The University of Chicago, 1983, s. 240 (Artikel)
- Hartmann, Stig: *Strategi og økonomisk værdiskabelse*. I: Økonomistyring & Informatik nr. 3, årgang 23 2007/2008, s. 241-241 (Artikel)
- Nielsen, Brian og Morten Kristiansen: *Den regnskabsmæssige behandling af aktiebaseret aflønning, herunder egne kapitalandele*. I: cand.merc.aud afhandling, 2006 (Artikel)
- Skærbæk, Peter: *Det årlige maskespil – om regnskaber set i en interaktiv og kommunikativ kontekst*. I: Økonomistyring & informatik nr. 18, 2002/2003, s. 277-305 (Artikel)
- Thomson Reuters: IFRS 2 Aktiebaseret vederlæggelse. 1. udg. Thomson Reuters Professional A/S, 2009. (Artikel)
- W. Langer, Morten : Bankbosser bliver fede af tag-selv-bord. I: Nyhedsbrev for Bestyrelser , 19.10.2009, s. 1 (Artikel)

8.3. Internet og andre resurser

- Samlet opgørelse over alle brugte regnskaber er at finde i Bilag B
- Agency Theory forum . Udgivet af Business Reference. Internetadresse: <http://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/A-Ar/Agency-Theory.html> - Besøgt d. 11.09.2009 (Internet)
- Aktiekurs og graf.. Udgivet af euroinvestor. Internetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/Stock/ShowIndexInfo.aspx?Stocklist=203548> - Besøgt d. 17.10.2009 (Internet)
- Aktier. Udgivet af nasdaq omx nordic. Internetadresse: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/> - Besøgt d. 22.06.2009 (Internet)
- Anbefalinger for god selskabsledelse 2005, ændret 6. februar 2008. Udgivet af Nasdaqomx. Sidst opdateret: 06.02.2008. Internetadresse: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/44/44712_Reviderede_anbefalinger_06022008_DK.pdf - Besøgt d. 10.05.2009 (Internet)
- Are you kidding FASB suspends mark to market. Udgivet af phrenzie.com - Sekou Murphy . Internetadresse: <http://phrenzie.com/2009/04/02/are-you-kidding-fasb-suspends-mark-to-market/> - Besøgt d. 30.10.2009 (Internet)
- Årsregnskabsloven . Udgivet af Retsinformation. Internetadresse: <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=27294> - Besøgt d. 13.10.09 (Internet)
- Bankpakke: Fogh overvejer S-forslag om direktørløn. Udgivet af Dansk Politik. Internetadresse: <http://www.dansk-politik.dk/?p=4251> - Besøgt d. 11.07.2009 (Internet)
- Bekendtgørelse af lov om lige løn til mænd og kvinder . Udgivet af retsinformation. Internetadresse: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=29526> - Besøgt d. 15.10.09 (Internet)
- Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. 2002. Udgivet af retsinformation. Internetadresse: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=25947> - Besøgt d. 19.10.09 (Internet)
- Bekendtgørelse om anvendelse af internationale regnskabsstandarder for virksomheder omfattet af årsregnskabsloven (IFRS-bekendtgørelsen) . Udgivet af Retsinformation. Internet-

adresse: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=26863> - Besøgt d. 15.10.09 (Internet)

- Corporate Governance eller god selskabsledelse. Udgivet af PWC. Internetadresse: <http://www.pwc.com/dk/da/risiko/god-selskabsledelse.jhtml> - Besøgt d. 29.10.09 (Internet)
- Danske boligpriser steg mest på verdensplan. Udgivet af Politiken. Internetadresse: <http://politiken.dk/indland/article172766.ece> - Besøgt d. 30.10.2009 (Internet)
- Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy. Udgivet af IASB. Internetadresse: http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/8333332D-B857-4FD1-BC46-872EEC9A5ABB/0/g20_summit_declaration.pdf - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Det er Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002. Udgivet af De Europæiske Fællesskabers Tidende. Internetadresse: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:243:0001:0004:DA:PDF> - Besøgt d. 15.10.2009 (Internet)
- DF og S parat til bonusloft i alle brancher. Udgivet af business.dk. Internetadresse: <http://www.business.dk/finans/df-og-s-parat-til-bonusloft-i-alle-brancher> - Besøgt d. 09.12.09 (Internet)
- E*trade bank. Udgivet af E*trade. Internetadresse: <https://dk.etrade.com/> - Besøgt d. 09.10.2009 (Internet)
- Emergency Economic Stabilization Act of 2008. Udgivet af House . Internetadresse: http://www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/press092808.shtml - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Endelig IAS/IFRS om aktieløn udsendt. Udgivet af Deloitte Denmark. Internetadresse: <http://www.iasplus.com/dttpubs/ifrs2danish.pdf> - Besøgt d. 08.10.09 (Internet)
- Endorsement of Amendment to IFRS 2 Share-based Payment - Vesting Conditions and Cancellations. Udgivet af European Commission. Internetadresse: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/20080616_effect_study_ifrs2_en.pdf - Besøgt d. 29.10.09 (Internet)
- EU-Tidende nr. L 141 af 02/06/2007 s. 0049 - 0052. Udgivet af EUR-Lex. Internetadresse: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32007R0611:DA:HTML> - Besøgt d. 29.10.09 (Internet)
- Fair Value Measurement. Udgivet af IASB. Internetadresse: <http://www.iasb.org/Current+Projects/IASB+Projects/Fair+Value+Measurement/Fair+Value+Measurement.htm> - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- FAS 157. Udgivet af FASB. Internetadresse: http://www.fasb.org/pdf/aop_FAS157.pdf - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Finanskrisen for begyndere. Udgivet af DR. Internetadresse: <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2009/03/03/03102245.htm> - Besøgt d. 30.10.09 (Internet)
- Fondsrådets generelle overvejelser og afvejninger ved vurdering af væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol.. Udgivet af FONDSRÅDET. Internetadresse: <http://www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Sektornyt/2008/~media/Fondsraadet/Dokumenter/Presse/fondsraadsbrev171208%20pdf.ashx> - Besøgt d. 23.11.09 (Internet)
- Fortune's "America's Most Admired Companies 2007. Udgivet af CNN. Internetadresse: http://money.cnn.com/magazines/fortune/mostadmired/2007/industries/industry_52.html - Besøgt d. 30.10.09 (Internet)

- FSP FAS 157-E. Udgivet af FASB. Internetadresse: http://www.fasb.org/fasb_staff_positions/prop_fsp_fas157-e.pdf - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Historisk lav arbejdsløshed. Udgivet af erhvervsbladet. Internetadresse: <http://www.erhvervsbladet.dk/erhvervsklima/historisk-lav-arbejdsloeshed> - Besøgt d. 12.10.09 (Internet)
- Hyldig, Christian m.fl.: Den regnskabsmæssige behandling af aktiebaseret aflønning. 1. udg. Seminar opgave i Eksternt Regnskab, vejl. Ole Sørensen, 2005. (Opgave)
- IASB progress update on IAS 39 replacement. Udgivet af IASB. Internetadresse: <http://www.iasb.org/News/Announcements+and+Speeches/IASB+progress+update+on+IAS+39+replacement.htm> - Besøgt d. 02.10.09 (Internet)
- IFRS Briefing Sheet. Udgivet af KPMG. Internetadresse: http://www.kpmg.com/SiteCollectionDocuments/IFRG_briefing_sheets/IFRS-briefing-sheet-060.pdf - Besøgt d. 30.10.09 (Internet)
- IFRS-bekendtgørelsen. Udgivet af FRS. Internetadresse: [www.fsr1.dk/41256B0500435720/no/01001928/\\$File/IFRS-vejledning-enderlig0.doc](http://www.fsr1.dk/41256B0500435720/no/01001928/$File/IFRS-vejledning-enderlig0.doc) - Besøgt d. 11.10.09 (Internet)
- Internationale regnskabsstandarder (IAS). Udgivet af EU. Internetadresse: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/126040_da.htm - Besøgt d. 24.10.09 (Internet)
- Interview med revisor Sumit Sudan - Manager hos Deloitte
- Is IFRS That Different From U.S. GAAP?. Udgivet af IFRS. Internetadresse: <http://www.ifrs.org/overview/General/differences.html> - Besøgt d. 25.10.09 (Internet)
- Lehman Brothers . Udgivet af moneynews. Internetadresse: http://moneynews.newsmax.com/streettalk/lehman_brothers/2008/10/06/137714.html - Besøgt d. 30.10.09 (Internet)
- Likviditet i virksomheden. Udgivet af Wæksthus Midtjylland. Internetadresse: <http://www.100svar.dk/likviditet/> - Besøgt d. 12.10.09 (Internet)
- List of FASB pronouncements. Udgivet af wikipedia. Internetadresse: http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_FASB_Pronouncements - Besøgt d. 20.10.09 (Internet)
- Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter. Udgivet af retsinformation.dk. Internetadresse: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=123380> - Besøgt d. 11.07.2009 (Internet)
- Mark-to-Market Lobby Buys Bank Profits 20%. Udgivet af bloomberg. Internetadresse: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=awSxPMGzDW38> - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Mark-to-Messy Accounting Change. Udgivet af Forbes. Internetadresse: <http://www.forbes.com/2009/04/02/accounting-fasb-banking-busienss-wall-street-fasb.html> - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Niels Valentin Hansen. Udgivet af Wikipedia. Internetadresse: http://da.wikipedia.org/wiki/Niels_Valentin_Hansen - Besøgt d. 12.10.2009 (Internet)
- OMXC20stillingen. Udgivet af nasdaqomxnordic. Internetadresse: <http://www.nasdaqomxnordic.com/indeks/OMXC20stillingen/?languageId=5> - Besøgt d. 22.06.09 (Internet)
- Professor Michael Møller : Forelæsning. CBS - HA-alm, 2005 (Forelæsning)

- PROSPEKT. Udgivet af Topotarget. Internetadresse: <http://www.topotarget.com/multimedia/TurboDKEndeligtProspekt.pdf> - Besøgt d. 20.10.09 (Internet)
- Regnskabsvejledning 20 Aktiebaseret vederlag. Udgivet af FSR. Internetadresse: http://www.fsr.dk/Faglige%20Informationer/Regnskaber/Standarder%20og%20vejledninger/Danske%20regnskabsvejledninger/Regnskabsvejledning%2020%20Aktiebaseret%20vederlag.aspx?sc_lang=da - Besøgt d. 18.10.09 (Internet)
- SEC Office of the Chief Accountant and FASB Staff Clarifications on Fair Value Accounting. Udgivet af SEC. Internetadresse: <http://sec.gov/news/press/2008/2008-234.htm> - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Standards. Udgivet af European Commission. Internetadresse: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/standards_en.htm - Besøgt d. 29.10.09 (Internet)
- Statement of Financial Accounting Standards No. 157. Udgivet af FASB. Internetadresse: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175818737868&blobheader=application%2Fpdf> - Besøgt d. 02.11.09 (Internet)
- Subprime Credit Crisis Update Sec Chief. Udgivet af Financial Executives. Internetadresse: <http://financialexecutives.blogspot.com/2008/04/subprime-credit-crisis-update-sec-chief.html> - Besøgt d. 30.10.2009 (Internet)
- U.S. GAAP Web Site. Udgivet af US-GAAP. Internetadresse: <http://cpaclass.com/gaap/gaap-us-01a.htm> - Besøgt d. 20.10.09 (Internet)
- Udkast til nye internationale regnskabsstandarder udfordrer den traditionelle tankegang. Udgivet af KPMG. Internetadresse: <http://www.kpmg.dk/view.asp?ID=2936> - Besøgt d. 25.10.09 (Internet)
- Udviklingen på de finansielle markeder . Udgivet af nationalbanken. Internetadresse: [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Statens_laantagning_og_gæld_2008/\\$file/kap02.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Statens_laantagning_og_gæld_2008/$file/kap02.htm) - Besøgt d. 30.10.09 (Internet)
- Vejledning om bekendtgørelsen om godkendte revisorers erklæringer. Udgivet af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen . Internetadresse: <http://www.eogs.dk/sw21512.asp?nodeId=22064> - Besøgt d. 23.11.09 (Internet)
- Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning,. Udgivet af KOMITÉEN FOR GOD SELSKABSLEDELSE. Internetadresse: <http://www.ft.dk/samling/20072/almDEL/ERU/Bilag/55/517800.pdf> - Besøgt d. 25.10.2009 (Internet)

Bilag A

1	Vestas Wind Systems
2	Novo Nordisk B
3	Carlsberg B
4	A.P. Møller - Mærsk B
5	Danske Bank
6	FLSmidth & Co.
7	Genmab
8	Danisco
9	Lundbeck
10	Nordea Bank
11	DSV
12	Novozymes B
13	D/S Norden
14	William Demant Holding
15	NKT Holding
17	Coloplast B
18	Sydbank
19	Jyske Bank
20	TrygVesta
21	Topdanmark
22	TORM
23	GN Store Nord
24	Ø.K.
25	G4S
26	Rockwool Int. B
27	Auriga Industries B
28	Greentech Energy Systems
29	SimCorp
30	Bang & Olufsen
31	SAS
32	NeuroSearch
33	ALK-Abelló B
34	Bavarian Nordic
35	Per Aarsleff B
36	TopoTarget
37	IC Companys
38	Sjælsø Gruppen
39	Solar B
40	Royal UNIBREW
41	Alm. Brand
42	Thrane & Thrane
43	Amagerbanken
44	Atlantic Petroleum

45	TK Development
46	Formuepleje Penta
47	Spar Nord Bank
48	Formuepleje Safe
49	Schouw & Co.
50	Ringkjøbing Landbobank
51	DFDS
52	Ambu A/S
53	Føroya Banki
55	Harboes Bryggeri B
56	PARKEN Sport & Entertainment
57	Vestjysk Bank
58	Formuepleje Pareto
59	Satair
60	Topsil Semiconductor Materials
61	Monb.& Thor. B
62	DLH B
63	Formuepleje Epikur
64	United International Enterpris
65	H+H International
66	TDC
67	Capinordic
68	Brdr.Hartmann
69	Københavns Lufthavne
70	Nordicom
71	Nordic Tankers
72	Exiqon
73	United Plantation Berhad
74	LifeCycle Pharma
75	Eik Banki
76	Dantherm
77	RTX Telecom
78	Formuepleje Merkur
79	Max Bank
80	Sanistål B
81	Rella Holding
82	Søndagsavisen
83	BioPorto
84	Olicom
85	Østjydsk Bank
86	Maconomy

87	Formuepleje LimiTellus
88	Sparekassen Faaborg
89	Højgaard Holding B
90	Sparekassen Himmerland
91	Tivoli A/S
92	Renewagy
93	Nordjyske Bank
94	Formuepleje Optimum
95	Flügger B
96	Skjern Bank
97	FirstFarms
98	ChemoMetec
99	Small Cap Danmark
100	Sparbank
101	Grønlandsbanken
102	Rovsing
103	Scandinavian Brake Systems
104	DiBa Bank
105	Jeudan
106	Columbus IT Partner
107	Brdr. A & O Johansen præf.
108	Skælskør Bank
109	Totalbanken
110	Brøndby IF B
111	Silkeborg IF Invest B
112	BoConcept Holding B
113	Scandinavian Private Equity
114	Rias B
115	Mols-Linien
116	Arkil Holding B
117	Danionics
118	Netop Solutions
119	Møns Bank
120	Luxor B
121	Tower Group
122	Roblon B
124	Green Wind Energy
125	Nørresundby Bank
126	Århus Elite B
127	Tønder Bank
128	Aarhus Lokalbanc
129	Euroinvestor.com
130	Mondo

131	SP Group
132	Gabriel Holding
133	Djurslands Bank
134	AaB
135	Sparekassen Lolland
136	Affitech
138	Lastas B
139	F.E. Bording B
140	NTR Holding B
141	KlimaInvest
142	KapitalPleje
143	Dantax
144	CBRAIN
145	Migatronic B
146	WALLS
147	SKAKO Industries
148	NunaMinerals
149	Egetæpper B
150	Kreditbanken
151	FormueEvolution I
152	SCF Technologies
153	Glunz & Jensen
154	Deltaq
155	Lollands Bank
157	Erria
158	Svendborg Sparekasse
159	Victoria Properties
160	DK Trends Invest
161	Vinderup Bank
162	Brd. Klee B
163	Alm. Brand Formue B
164	Dan-Ejendomme Holding
165	Berlin III B
166	Nordfyns Bank
167	Comendo
168	Lån og Spar Bank
169	D/S Orion
170	Hvidbjerg Bank
171	Vestfyns Bank
172	Land & Leisure B
173	Expedit B
174	Schaumann Properties
175	Berlin IV B

176	Morsø Bank
177	Trifork
178	Spæncom B
179	Viborg Håndbold Klub
180	Salling Bank
181	FormueEvolutionll
182	Alm. Brand Pantebreve B
184	Jensen & Møller Invest
185	Vordingborg Bank
186	DanTruck
187	Atlantic Airways

188	Investea German High St. II B
189	InterMail B
191	Sparekassen Hvetbo
193	Gyldendal B
194	Spar Nord Formueinv
195	Andersen & Martini B
196	Prime Office
197	Victor International
198	Investea Sweden Properties
199	Asggaard Group

Bilag B

Følgende hjemmesider med regnskaberne er opserveret den 22. juni 2009.

- Vestas Wind Systems - <http://www.vestas.com/da/investor/regnskaber.aspx>
- Novo Nordisk - <http://novonordisk.com/press/download-centre/default.asp>
- Carlsberg -
http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Documents/Annual%20Report/AnnualReport2008_DK.pdf
- A.P. Møller – Mærsk -
<http://shareholders.maersk.com/da/FinancialReports/AnnualInterimReports/2008/Pages/AnnualReport2008.aspx>
- Danske Bank – <http://www.danskebank.com/da-dk/ir/regnskaber/Pages/regnskaber.aspx>
- FLSmidt & Co. – <http://www.flsmidth.com/FLSmidth/English/Investor/Reports/default.htm>
- Genmab - <http://www.genmab.com/InvestorCentre/CorporateDocuments.aspx>
- Danisco -
http://www.danisco.com/wps/wcm/connect/danisco/corporate/investor%20relations/results%20and%20announcements/annual%20reporting/annual_reporting_2008_en.htm
- Lundbeck - <http://www.lundbeck.com/investor/releases/default.asp>
- Nordea Bank –
<http://www.nordea.com/Investor+Relations/Regnskaber/Årsregnskaber/807532.html>
- DSV -
http://www.dsv.com/irj/servlet/prt/portal/prtroot/ExternalWebGui.IntegratedInternet?content=/docu-ments/DSV_DFDS%20Transport/Integrated%20Internet/External%20Web%20Site%20Repository/COM/ENG#
- Novozymes - <http://www.novozymes.com/da/MainStructure/Investor/>
- D/S Norden - <http://www.ds-norden.com/investor/>
- William Demant Holding -
http://www.demant.com/eprise/main/Demant/com/SEC_Investor/CNT01_InvestorRelations
- NKT Holding - <http://investor.nkt.dk/annuals.cfm>
- Coloplast -
[http://www.coloplast.dk/ECompany/DKMed/Homepage.nsf/\(VIEWDOCSBYID\)/227826FF1BEC10F4C125755800401149?opendocument&unid=227826FF1BEC10F4C125755800401149](http://www.coloplast.dk/ECompany/DKMed/Homepage.nsf/(VIEWDOCSBYID)/227826FF1BEC10F4C125755800401149?opendocument&unid=227826FF1BEC10F4C125755800401149)

- Sydbank - <http://www.sydbank.dk/omsydbank/investor/regnskab/regnskab2008/aarsrapport>
- Jyske Bank -
<http://www.jyskebank.dk/omjyskebank/aktionaerijyskebank/regnskab/regnskaber/6439.asp>
- TrygVesta - <http://www.trygvesta.com/uk/Menu/Investor>
- Topdanmark - <http://www.topdanmark.dk/ir/index.php?ID=16>
- TORM -
http://www.torm.com/wps/wcm/connect/Public%20Content/public/investor+relations/financial+reports/reports_danish/
- GN Store Nord - <http://www.gn.com/DA/INVESTOR/Pages/Reports.aspx>
- Ø.K. - <http://www.eac.dk/phoenix.zhtml?c=138567&p=irol-reportsDK>
- G4S - http://www.g4s.dk/g4s_annualreport_2008.pdf
- Rockwool -
http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Publications/Stock%20exchange%20releases/2009/KF2009-01_DA.pdf
- Auriga - http://www.auriga.dk/download/aarsrapporter/2008/auriga_aarsrapport_dk.pdf
- Greentech Energy Systems -
http://www.greentech.dk/Images/Download%20PDFér/Regnskaber/2009/Greentech_årsrapport_2008.pdf
- SimCorp -
<http://www.simcorp.com/Renderers/ShowMedia.ashx?i=MediaArchive:/Publications/Financial>
- Bang & Olufsen - http://www.bang-olufsen.com/UserFiles/File/Investors/68190_AnnualReport_DA_low.pdf
- SAS - http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/AdditionalFiles/2008en.pdf
- NeuroSearch- <http://www.neurosearch.com/Default.aspx?ID=296>
- ALK-Abelló- <http://www.alk-abello.com/IRforside/DK/Finansiellrapportering/aarsrapporter/Lists/rsrapporter/Årsrapport%20008.pdf>
- Bavarian Nordic - http://www.bavarian-nordic.com/pdf/annualreport/annualreport2008_dk.pdf
- Per Aarsleff -
[http://www.aarsleff.com/internet/acms.nsf/Webpages/F1106EC19BDE8756C1256CE10055C5E7/\\$file/Aarsrap0708_DK.pdf](http://www.aarsleff.com/internet/acms.nsf/Webpages/F1106EC19BDE8756C1256CE10055C5E7/$file/Aarsrap0708_DK.pdf)

- TopoTarget - [http://www.topotarget.com/multimedia/ rrapport 2008 -
_korrigeret udgave2.pdf](http://www.topotarget.com/multimedia/ rrapport 2008 -
_korrigeret udgave2.pdf)
- IC Companys - [http://www.iccompanys.com/NR/rdonlyres/6DBE18DE-E097-466B-816E-
0CC0FCF436E7/0/DK Aarsrapport200708.pdf](http://www.iccompanys.com/NR/rdonlyres/6DBE18DE-E097-466B-816E-
0CC0FCF436E7/0/DK Aarsrapport200708.pdf)
- Sjælsø Gruppen - <http://hugin.info/86917/R/1298676/295977.pdf>
- Solar-
[http://www.solar.eu/Menu/Investor/Reports/2008/Solar+A%2fS/Annual+Report+2008/2008 %
c3%a5rrapport _total.pdf](http://www.solar.eu/Menu/Investor/Reports/2008/Solar+A%2fS/Annual+Report+2008/2008 %
c3%a5rrapport _total.pdf)
- Royal Unibrew - <http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=915>
- Alm. Brand - http://www.almbrand.dk/abweb/pc?pid=pagab_o_investorogpresse_regnskaber
- Thrane & Thrane -
[http://investor.thrane.com/~/_media/PDFs/Stock%20Exchange/2009_2010/TT_aarsrapport_DK
final%20pdf.ashx](http://investor.thrane.com/~/_media/PDFs/Stock%20Exchange/2009_2010/TT_aarsrapport_DK
final%20pdf.ashx)
- Amagerbanken -
[http://www.amagerbanken.dk/amagerbanken/attachments.nsf/Regnskaber/%C3%85rrapport%
202008/\\$file/%C3%A5rrapport%202008.pdf](http://www.amagerbanken.dk/amagerbanken/attachments.nsf/Regnskaber/%C3%85rrapport%
202008/$file/%C3%A5rrapport%202008.pdf)
- Atlantic Petroleum - <http://www.petroleum.fo/get.file?ID=2092>
- .tk-development - <http://www.tk-development.dk/Default.aspx?ID=1893>
- Formuepleje Penta -
[http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Penta/Formuepleje_Penta_Aarsrapport
_2007_2008.pdf](http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Penta/Formuepleje_Penta_Aarsrapport
_2007_2008.pdf)
- Spar Nord Bank - <https://www.sparnord.dk/presse/fonds/fonds2009/fonds1>
- Formuepleje Safe -
[http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Safe/Formuepleje_Safe_Aarsrapport_2
007_2008.pdf](http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Safe/Formuepleje_Safe_Aarsrapport_2
007_2008.pdf)
- Schouw & Co. - http://www.schouw.dk/media/Schouw2008_DK.PDF
- Ringkjøbing Landbobank -
[https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=309931&mess
ageId=368705](https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=309931&mess
ageId=368705)
- DFDS -
[http://mediafiles.dfds.com/DFDS_Group/Presentations/2009/WEB_Annual_Report_2008_DK
%20F.pdf](http://mediafiles.dfds.com/DFDS_Group/Presentations/2009/WEB_Annual_Report_2008_DK
%20F.pdf)

- Ambu - http://www.ambu.com/COM/Investor_Relations/Reports_Presentations/Annual_Report_2007/2008.aspx
- Føroya Banki - <http://www.foroyabanki.fo/Default.aspx?ID=1015>
- Harboes Bryggeri - http://www.harboe.com/Investors/~media/Images/Harboe/Annual%20reports/HarboeAarsrapport_DK_web.ashx
- PARKEN Sport & Entertainment - <http://parken.dk/Images/pdf/aar2008.pdf>
- Vestjysk Bank - [http://www.vestjyskbank.dk/vestjyskbank/download.nsf/web_all/39C2E1D980AF9576C125756800508C82/\\$file/Aarsrapport_2008_DK_nav.pdf](http://www.vestjyskbank.dk/vestjyskbank/download.nsf/web_all/39C2E1D980AF9576C125756800508C82/$file/Aarsrapport_2008_DK_nav.pdf)
- Formuepleje Pareto - http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Pareto/Formuepleje_Pareto_Aarsrapport_2007_2008.pdf
- Satair - <http://www.uniflip.com/catalogs/4994/11264/pub/document.pdf>
- Topsil Semiconductor Materials - http://topsil.cms123.com/files/pdf/Aarsrapport_2008.pdf
- Monb.& Thor. B - [http://www.monthor.dk/da/pressemeddelelse/20090327_mt/\\$file/MT_%E5rsrapport_2008.pdf](http://www.monthor.dk/da/pressemeddelelse/20090327_mt/$file/MT_%E5rsrapport_2008.pdf)
- DLH - http://www.dlh-denmark.com/sitecore/content/Group/Investor/Annual-Reports/~media/files/Website%20specific%20files/GROUP/IR/DK/annual%20reports%20DK/Annual_report_2008_DK1.ashx
- Formuepleje Epikur - http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Epikur/Formuepleje_Epikur_Aarsrapport_2007_2008.pdf
- United International Enterpris - <http://www.uie.dk/Files/PDF/announcements/Annual%20Report%202008%20DK.pdf>
- H+H International - http://www.hplush.com/c/document_library/get_file?folderId=580242&name=DLFE-11105.pdf
- TDC - <http://om.tdc.dk/investor/fondsboersmeddelelser/index.php?id=694697#>

- Capinordic –
http://www.capinordic.dk/upload/capinordic%20as/pdf/aarsregnskaber/Aarsrapport_2008_FINAL_DK.pdf
- Brdr.Hartmann - <http://ipaper.ipapercms.dk/hartmannpackaging/aarsrapport2008/>
- Københavns Lufthavne - http://www.cph.dk/NR/rdonlyres/A0290D38-0C58-4E0C-B84E-88B903D49857/0/CPH_lufthavn_DK_final_250209.pdf
- Nordicom -
http://www.nordicom.dk/aktionarinformation/finansiell%20rapportering/~/_media/Nordicom/Files/Aarsrapporter/Aarsrapport2008.ashx
- Nordic Tankers - <http://www.nordictankers.com/>
- Exiqon - <http://www.exiqon.com/investor/>
- United Plantation Berhad -
<http://www.unitedplantations.com/Files/PDF/Announcements/Annual%20Report%202008.pdf>
- LifeCycle Pharma - <http://lcpharma.com/investors/financialreports0>
- Eik Banki - <http://www.eikbank.com/Default.aspx?ID=4781>
- Dantherm - http://www.dantherm.dk/Investor_Relations/Regnskaber/Årsrapport_2008.aspx
- RTX Telecom - <http://www.rtx.dk/Årsrapporter-1354.aspx>
- Formuepleje Merkur -
http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Merkur/Formuepleje_Merkur_Aarsrapport_2007_2008.pdf
- Max Bank -
http://www.maxbank.dk/sitecore/shell/Controls/Rich%20Text%20Editor/~/_media/Files/PDFBilledermm/AktionaerIR/Aarsrapport/Aarsrapport_08%20pdf.ashx
- Sanistål - http://www.sanistaal.dk/uploads/media/Aarsrapport-Koncern_2008.pdf
- Rella Holding - <http://www.rella.dk/default.asp?id=52>
- Søndagsavisen -
http://www.son.dk/DK/Aktionarinfo/Fondborsmeddelelser/Aktionrmeddelelser/2009/SM-nr_08-09_Årsrapport_2008_DK.pdf
- BioPorto -
http://www.antibodyshop.dk/investors_1/announcements/2009/02_annual_report_2008
- Olicom - http://www.olicom.dk/pdf/M04_rapport08.pdf
- Østjydsk Bank - <http://www.oestjydskbank.dk/2006/Presse/Regnskaber/7Aarsrapport2008.pdf>

- Maconomy – http://www.maconomy.com/about_us/investor/reports.aspx
- Formuepleje LimiTTellus -
http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/LimiTTellus/Formuepleje_LimiTTellus_Aarsrapport_2007_2008.pdf
- Sparekassen Faaborg - <http://www.sparekassenfaaborg.dk/Investor/Regnskaber/2008/>
- Højgaard Holding -
[http://www.hojgaard.dk/da/articles/B6871ED472787833C12575850063D2E4/\\$file/2009-03-27%20HH%20%E5rsrapport%202008.pdf](http://www.hojgaard.dk/da/articles/B6871ED472787833C12575850063D2E4/$file/2009-03-27%20HH%20%E5rsrapport%202008.pdf)
- Sparekassen Himmerland -
https://www.himmerland.dk/aktionar/Regnskab/Aarsrapport_2008.pdf
- Tivoli -
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=318064&messageId=379925>
- Renewagy - <http://www.renewagy.dk/PDFs/Årsrapport%202008.pdf>
- Nordjyske Bank - <http://alm.nordjyskebank.dk/Selskabsmeddelelser.981.aspx>
- Formuepleje Optimum -
http://formuepleje.dk/graphics/User/PDF/Aarsrapporter/Optimum/Formuepleje_Optimum_Aarsrapport_2007_2008.pdf
- Flügger -
<http://flugger.com/Investors/~media/FI%C3%BCgger.com/PDF/%C3%85rsregnskaber/2009%2006%2025%20%C3%85rsrapport%202008%2009.ashx>
- Skjern Bank - <http://www.e-pages.dk/skjernbank/3/fullpdf/1.pdf>
- FirstFarms - <http://www.firstfarms.dk/investorrelations/finansiel-information/regnskaber/>
- ChemoMetec -
<http://www.chemometec.com/graphics/ChemoMetec/Fondsboersen/Meddelelser/CM%20%C5rsrapport%202007-08.pdf>
- Small Cap Danmark -
http://www.smallcap.dk/upl/1/171_Boersmeddelelse_07_2009_aarsrapport_2008.pdf
- Sparbank - http://www.sparbank.dk/media/rsrapport_2008.pdf
- Grønlandsbanken -
http://www.banken.gl/Sites/UserDefined/Banken/Folders/banken_pdf/GLB_Årsrapport_web.pdf

- Røvsing - http://webserver.rovsing.dk/uploads/File/Investor/2007_08_RovsingAarsrapport.pdf
- Scandinavian Brake Systems - http://www.sbs.dk/multimedia/sbs_01980108201_2008.pdf
- DiBa Bank - http://www.diba.dk/uploads/live/m_pdf/565_mfile_2251.pdf
- Jeudan - http://media.jeudan.dk/uploads/aarsrapporter/aarsrapport_2008.pdf
- Columbus IT Partner - <http://www.columbusit.dk/Default.aspx?ID=24258>
- Brdr. A & O Johansen præf. - <http://www.ao.dk/Portals/5/Aarsrapport%202008.pdf>
- Skælskør Bank -
[http://www.sbbank.dk/sbbank/data.nsf/9FA6845F71ACF6CAC1257569003840BB/\\$file/6-2009.pdf](http://www.sbbank.dk/sbbank/data.nsf/9FA6845F71ACF6CAC1257569003840BB/$file/6-2009.pdf)
- Totalbanken - <http://www.totalbanken.dk/media/documents/Fm2009-03.pdf>
- Brøndby IF - http://brondby.com/upload/biffile_c8ezvztz1s6l1grhjb0_50423.pdf
- Silkeborg IF Invest B - <http://www.silkeborgif.com/media/143971/200901.pdf>
- BoConcept Holding B - <http://www.boconcept.dk/Års- - delårsrapporter.aspx?ID=94399>
- Scandinavian Private Equity - <http://www.speas.dk/default.asp?id=166>
- Rias - <http://www.rias.dk/page24.aspx>
- Mols-Linien - <http://aarsrapport.mols-linien.dk/>
- Arkil Holding B - <http://www.arkil.dk/Default.aspx?ID=1461>
- Danionics -
http://www.danionics.dk/graphics/PDFs/Investor_relations/Reports/Danish/%C5rsrapport%202008%20endelig.pdf
- Netop Solutions -
http://www.netop.com/fileadmin/netop/resources/corporate/investor_information/financial_statements_reports/Aarsrapport_Netop_DK_2008_fin_a_1.pdf
- Møns Bank - <https://www.moensbank.dk/Om-Møns-Bank/Investor/Fondsbørsinfo/Alle.aspx>
- Luxor B -
<http://www.luxor.dk/Download/File/%C3%85rsrapporter/Luxor%2030.%20september%202008%20TRYKKE.pdf>
- Tower Group – http://www.towergroup.dk/Dokumenter/PDF/selskabsmeddelelse_nr_73_-_aarsrapport_2007-08.pdf
- Roblon B - http://www.roblon.dk/download/Roblon_aarsrapport_07_08.pdf

- Green Wind Energy -
<http://www.greenwindenergy.dk/data/images/gwe%20fondsbørsmeddelelser/fondsbørsmeddelelse%20143.pdf>
- Nørresundby Bank - <http://alm.nrsbank.dk/Regnskab+2008.2208.aspx>
- Århus Elite B -
http://www.aarhuselite.dk/media/184/fondsboersmeddelelser/Aarsrapport_2008-09_-_25-09-2009.pdf
- Tønder Bank - http://alm.tb.dk/media/Tnder_Bank_rsprapport2008.pdf
- Aarhus Lokalbanc - http://alm.aarhuslokalbank.dk/files/6/aarsrapport_2008.pdf
- Euroinvestor.com - <http://hugin.info/132795/R/1341876/321038.pdf>
- Mondo-
http://www.mondo.dk/DK/Central%20Document%20Library%20DK/Mondo%202008%20310309_årsrapport.pdf
- SP Group - <http://www.sp-group.dk/files/SPGroup/Investor%20relations/Fondsbørsmeddelelser/2009/Komplet%20Årsrapport%20DA%20-%2026%2003%2009.pdf>
- Gabriel Holding - http://www.gabriel.dk/uploads/tx_gabrielyearreport/aar_07_01.pdf
- Djurslands Bank - <http://alm.djurslandsbank.dk/ref.aspx?id=1672>
- AaB – <http://www.aabsport.dk/BC1A9CED-ACE4-497C-B2DF-BB410C0D3658>
- Sparekassen Lolland - <http://www.e-pages.dk/sparlolland/1/fullpdf/full4af90b17421fd.pdf>
- Affitech - <http://www.affitech.com/cms/site.aspx?p=941>
- Lastas B - <http://www.lastas.dk/about/investment/notifications/115%20-%20Årsrapport%202008.pdf>
- F.E. Bording - <http://www.febording.dk/files/FEBording2008inklnoter.pdf>
- NTR Holding B - http://www.ntr.dk/fileadmin/pdf2009/ntr_aarsrap2008_DK.pdf
- KlimaInvest – <http://www.klimainvest.dk/pages.asp?PID=221&subpage=223>
- KapitalPleje - http://www.kapitalpleje.dk/boersinfo/regnskab/aarsregnskab_2008.pdf
- Dantax - <http://www.dantax-radio.dk/uploads/Aarsrapport0708.pdf>
- CBRAIN - <http://www.cbrain.dk/default.aspx?func=article.view&id=289>
- Migatronik B - http://www.migatronik.dk/media/fondsborsmeddelelser/aarsrapport_2008.pdf
- WALLS - [http://wallscph.dk/media\(496,1030\)](http://wallscph.dk/media(496,1030))
- SKAKO Industries - <http://www.skako-industries.com/FBM0209.pdf>

- Egetæpper B - <http://www.e-pages.dk/ege/52/fullpdf/full4b0128bd2d036.pdf>
- Kreditbanken - http://alm.kreditbanken.dk/media/meddelelse_4_2009.pdf
- FormueEvolution I -
<http://www.formueevolution.dk/inc/pdf/formueevolution/fondsmeddelelser/2009/FEI-FM03.pdf>
- SCF Technologies - <http://www.scf-technologies.com/default.asp?id=146>
- Glunz & Jensen - http://www.glunz-jensen.com/system/files/aarsrapport%202007_08.pdf
- Deltaq -
<http://www.deltaq.dk/Investorer/~media/E23896E3009A4F9FA0CA9E2F979561B5.ashx>
- Lollands Bank -
[http://www.lollandsbank.dk/lollandsbank/layout.nsf/webRessources/aarsrapport_2008.pdf/\\$file/aarsrapport_2008.pdf](http://www.lollandsbank.dk/lollandsbank/layout.nsf/webRessources/aarsrapport_2008.pdf/$file/aarsrapport_2008.pdf)
- Erria -
http://www.eria.dk/fileadmin/fabricsius_root/filer/Annual_reports/annual_report_2008.pdf
- Svendborg Sparekasse - http://www.svendborgsparekasse.dk/media/rsrapport_2008.pdf
- Victoria Properties - <http://www.victoriaproperties.dk/Material/Files/%c3%85rsrapport+2008>
- DK Trends Invest - http://www.dktrendsinvest.dk/download/dk_trends_invest_-_arsrapport%201._januar_-_31._december_2008.PDF
- Vinderup Bank - <http://www.vinderupbank.dk/download/Årsrapport2008.pdf>
- Brd. Klee - <http://www.klee.dk/files/cms/investor/aarsrapport20072008.pdf>
- Alm. Brand Formue -
http://formue.almbrand.dk/abweb/files/almbrand/pdfFormue/Formue_Aarsrapport_2008.pdf
- Dan-Ejendomme Holding – <http://www.dan-ejendomme.dk/bin/46B6DF56-8DD4-41BF-BC26-8C6BC3872478.pdf>
- Berlin III B - <http://www.griffin3.dk/Index.asp?ID=2>
- Nordfyns Bank - http://alm.nordfynsbank.dk/media/Aarsrapport_2008.pdf
- Comendo - http://www.comendo.com/images/ir/pdf/comendo_aarsrapport_2007_08.pdf
- Lån og Spar Bank -
https://www.lsb.dk/lsb/content/om_laan_spar/presse_IR/presse_ir/regnskab/2008/20090224/Aarsrapport2008
- D/S Orion - [http://www2.eitzen-group.com/data/File/CECO/CECO%20Annual%20report%202008\(1\).pdf](http://www2.eitzen-group.com/data/File/CECO/CECO%20Annual%20report%202008(1).pdf)

- Hvidbjerg Bank - [http://www.hvidbjergbank.dk/hvidbjergbank/data.nsf/9374f9e7539754c7c12569f1003ef504/d47b5e506473d279c125711c0036ed4b/\\$FILE/%C3%85rsrapport_2008.pdf](http://www.hvidbjergbank.dk/hvidbjergbank/data.nsf/9374f9e7539754c7c12569f1003ef504/d47b5e506473d279c125711c0036ed4b/$FILE/%C3%85rsrapport_2008.pdf)
- Vestfyns Bank - <http://alm.vb.dk/%c3%85rs-+og+halv%c3%a5rsrapporter+samst+kvartalsmeddelelser.319.aspx>
- Land & Leisure B - <http://www.dancenter.com/image/pdf/ll/aar2008.pdf>
- Expedit B - <http://www.expedit.dk/investor/~media/PDF%20content/Investor/Account/DK/Aarsrapport%202008.ashx>
- Schaumann Properties - http://www.schaumanngroup.com/content/dk/investor_relations/fondsborsmeddelelser/2009
- Sparekassen Hvetbo - <https://www.sparhvetbo.dk/sparekassen/regnskab/helaar/rapporter/Årsrapport%202008.pdf>
- Gyldendal B - <http://www.gyldendal.dk/Corporate/Aktionaerservice/~media/Files/Aarsrapporter/2008.ashx>
- Spar Nord Formueinv - http://www.sparnordformueinvest.dk/boersinfo/regnskaber/aarsrapport_2008.pdf/
- Prime Office - <http://primeoffice.dk/investor-relations/fondsboersmeddelelser/>
- Victor International - http://www.hmj-group.dk/rapporter/2009/VictorInt_regnsk2008-vers6.pdf
- Investea Sweden Properties - <http://swedenproperties.investea.dk/investor%20relations/rapporter.aspx>
- Asggaard Group - http://asgaardgroup.com/dk/investor_relations/rapporter_og_noegletal/

Bilag C

Analysespørgsmål

1. Er der aktiebaseret vederlæggelse i virksomheden?
 - a. Total set
 - i. JA =1, Nej 2
 - b. Bestyrelse
 - i. JA =1, Nej 2
 - c. Direktion
 - i. JA =1, Nej 2
 - d. Opdelt i medarbejder grupper.
 - i. JA =1, Nej 2

Opfylder de IFRS 2 stk 44-52

2. I hvilken grad er det muligt at vurdere arten og omfanget
 - a. Før noterne
 - i. Meget høj grad =1, Høj grad =2, Nogen grad =3, Lav grad =4, Slet ikke =5
 - b. I noterne
 - i. Meget høj grad =1, Høj grad =2, Nogen grad =3, Lav grad =4, Slet ikke =5
 - c. Samlet set
 - i. Meget høj grad =1, Høj grad =2, Nogen grad =3, Lav grad =4, Slet ikke =5
3. Beskrivelse af hver type
 - a. Generelle vilkår & betingelser
 - i. Kontant vs. Egenkapital
 1. Kontant =1, Egenkapital =2, Ikke oplyst 3
 - b. Er det på hver ordning eller samlet.
 - i. Hver ordning = 1, Samlet 2
4. Antallet og vejte gennemsnit af hver ordning
 - a. Samlet over denne oplysning
 - i. Oplyst=1, Ikke oplyst 2
 - b. Opdelt på medarbejdergrupper
 - i. Oplyst=1, Ikke oplyst 2
5. Beregningsgrundlaget for dagsværdien (*kun for Aktie optioner*)
 - a. Parametre til beregning
 - i. Oplyst=1, Ikke oplyst 2
 - b. Anvendt model
 - i. Black Schouls 1, Anden =2, Ikke oplyst 3
 - c. Dagsværdi på tildelingstidspunktet
 - i. Oplyst=1, Ikke oplyst 2
6. Hvordan Volatilitet er opgjort
 - a. Oplyst=1, Ikke oplyst 2
7. Samlet regnskabsmæssig værdi (dagsværdi)

- a. Oplyst=1, Ikke oplyst 2
- 8. Samlet Indre værdi
- a. Oplyst=1, Ikke oplyst 2

Andre Spørgsmål

- 9. Fremtidige ordninger og hvor høj grad beskrives de.
 - a. Oplyst for 2009 =1, Oplyst længere fremme = 2, Ikke oplyst = 3.
 - b. Meget høj grad =1, Høj grad =2, Nogen grad =3, Lav grad =4, Slet ikke =5
- 10. Hvor mange er In The Money
 - a. Oplyst=1, Ikke oplyst 2
- 11. Er værdien 0?
 - a. Ja = 1, Nej =2
- 12. Individuelt niveau - *Fondsbørsens bestemmelser om god virksomhedsledelse*
 - a. Ja =1, Nej =2
 - i. Bestyrelsen
 - ii. Direktionen
- 13. Er udnyttelseskursen over markedskurs
 - a. Ja
 - b. Nej

Til forklaring af forskelle

- 14. Hvem er revisor?
 - a. PWC =1, Deloitte =2, KPMG =3, EY = 4, anden 5

Bilag D

Spørgeskema omkring aktiebaseret aflønning

Hej

Mit navn er Christian Hyldig, jeg er i gang med at lave min Kandidat afhandling i forbindelse med min afslutning af Cand.merc.aud. på CBS.

Min afhandling har følgende problemformulering:

”Hvordan vises aktiebaseret vederlæggelse i årsregnskaberne og har fremstillingsformen interessenternes interesse?”

I opgaven kigger jeg på hvordan de danske fondsbørsselskaber præsenterer, deres Aktiebaseret vederlæggelse i årsregnskabet. Ifølge IFRS 2 er der bestemmelser der beskriver hvilket oplysninger der skal med.

Jeg vil i opgaven gerne kigge på om denne fremstilling er i interessenternes interesse, er oplysningerne der kommer frem nogle som du sætter pris på.

For at have et så godt analyse grundlag er det vigtigt for mig at komme i kontakt med så mange interessenter med indsigt i dette område. Jeg vil på den baggrund høre om du vil besvare dette spørgeskema. Spørgeskemaet tager 5-10 minutter. Det er meget vigtigt for validiteten af min opgave, at jeg har så mange besvarelser som muligt. Du kan finde spørgeskemaet ved at benytte nedenstående link.

Spørgeskemaet vil være åbent til og med mandag den 09/11.

Spørgeskemaet er desuden fuldt anonymt.

På forhånd tak.

Link til undersøgelsen:

<http://www.defgo.net/s.asp?id=1223685&c=ZRSV7AZ&l=da>

Med venlig hilsen

Christian Hyldig

Bilag E

Spørgeskema

1 af 23. Hvad er din baggrund

- Professionel Investor
- Privat Investor
- Revisor
- Andet

2 af 23. Hvor mange års erfaring/interesse, med aktier?

- 0-5
- 5-10
- 10-20
- 20+

3 af 23. Hvad er dit generelle kendskab omkring regnskabsbehandlingen af aktiebaseret aflønning(optioner, warrant m.fl.)?

- Meget stort
- Stort
- Begrænset
- Lille
- Intet

4 af 23. Hvor meget handler du med danske aktier?

- Meget
- Ofte
- Moderat
- Sjældent
- Aldrig

5 af 23. Hvad syntes du generelt om informationsværdien, omkring aktieaflønning i danske regnskaber?

- Perfekt
- Tilstrækkelig
- Ved ikke
- Utilstrækkeligt, hvorfor?

6 af 23. Anvender du andre kilder end årsregnskaberne, til at belyse aktieaflønningsordninger i selskaber? Hvis ja hvilke?

- Nej
- Ja

7 af 23. IFRS 2

IFRS 2 – kort

Alle børsnoterede virksomheder i Europa skal følge IFRS 2 bestemmelser. I Danmark blev bestemmelserne indført i 2004 med start fra 2005. Bestemmelserne går ud på at sikre at værdien af Aktieaflønning indregnes i regnskaberne korrekt. Dette gøres ved at hjælpe af optionsberegningssmodeller. Derefter indregnes de som en personaleomkostning, over den tid som de optjenes af medarbejderen. Dette gøres for at ligestille aktieaflønning med almindelig løn. Før IFRS 2 var der ikke krav om at aktieaflønning, skulle indregnes som en personaleomkostning.

8 af 23. Medtager du aktieaflønning i din vurdering af aktier?

- Ja, altid
- Ja, ofte
- Ikke mere end de allerede er indregnet
- Nej

9 af 23. Som følge af IFRS 2, bliver aktieaflønning indregnet i resultatopgørelsen. Aktieaflønning påvirker dog også andre steder i årsregnskabet. Hvilken af følgende bruger du til vurderingen af virksomheden?

- Indtjening pr. aktie
- Udvalgt indtjening pr. aktie
- Ved ikke

10 af 23. Medtager du beskrivelser omkring fremtidige options-ordninger?

- Ja, altid
- Ja, ofte
- Nej

11 af 23. I regnskabet er der et afsnit omkring hvor mange optioner der er tildelt i løbet af regnskabsåret og hvor mange der er brugt/udløbet. Opfatter du det som en vigtig/væsentlig information?

- Tildelte optioner
- Udnyttede optioner
- Udløbet optioner
- Antal optioner i omløb ved regnskabsårets begyndelse
- Antal optioner i omløb ved regnskabsårets afslutning
- Optioner som medarbejderne kan udnytte, men som endnu ikke er sket.

12 af 23. Fortrækker du at information omkring tildeling & udnyttede optioner, er opdelt på medarbejder grupper (bestyrelse, direktion & andre.)?

- Ja
- Nej

13 af 23. Opfatter du det som en vigtig/væsentlig information om hvorvidt virksomheden har afdækket deres forpligtelse, vedrørende aktieaflønningen?

- Ja
- Nej

14 af 23. Til forklaring af værdien bruges der flere parametre til at beregne værdien af aflønningen, som medarbejderen får ud af det. Parametrene er dem som anvendes i Black Scholes formelen til værdifastsættelse af optioner. Opfatter du det som en vigtig/væsentlig information for at kunne vurdere ordningen, at disse oplyses?

- Udnyttelseskurs
- Volatilitet (udsving i aktiekursen)
- Forventet udbytte
- Forventet løbetid
- Risikofri rente
- Savner du en eller flere parametre?

15 af 23. Er der del/dele af regnskabet, som du ikke læser ved første gennemlæsning?

- Indledningen (hovedtal, resume, fremtiden)
- Ledelsesberetningen
- Resultatopgørelsen og Balancen
- Noterne

- Nej - Læser det hele første gang

16 af 23. Hvilken del af regnskabet finder du vigtigst?

- Indledningen (hovedtal, resume, fremtiden)
- Ledelsesberetningen
- Resultatopgørelsen og Balancen
- Noterne
- Lige vigtige

17 af 23. IFRS 2 har medført at informationsmængden omkring aktieaflønnings er steget betydeligt. Dette er gjort for at skabe bedre gennemskuelighed. Mener du dette er lykket eller er de væsentlige oplysninger druknet i resten?

- Bedre gennemskuelighed
- Væsentlige informationer er druknet
- Ved ikke

18 af 23. Hvordan har Finanskrisen ændret på din indstilling til Aktieaflønnings?

- Meget negativ retning
- Negativ retning
- Positiv retning
- Meget positiv retning
- Ingen ændring

19 af 23. Vil du i fremtiden kigge nærmere på ledelsesaflønnings i vurderingen af virksomheder, som følge af finanskrisen?

- Ja, meget
- Ja, lidt
- Nej
- Ved ikke

20 af 23. Finanskrisen har gjort en del ordninger ubrugelige. Hvad skal virksomhederne gøre her?

- Give medarbejderne en ny ordning med samme indtjeningspotentiale, ellers er incitamentet væk.
- De skal bevare de nuværende ordninger, målet med ordningerne er at sætte medarbejderen og investoren i samme båd, det gør man ikke ved at nulstille

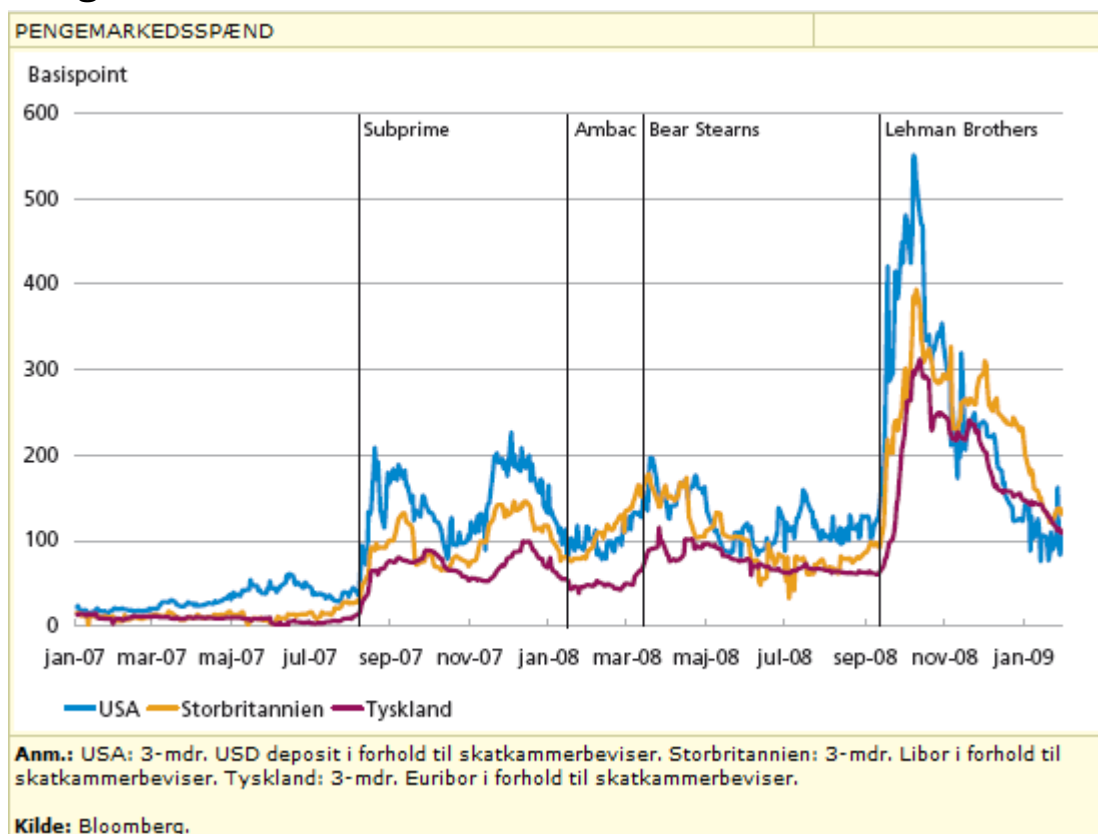
21 af 23. Hvis du kunne bestemme, hvilken gruppe mener du så man skal tildele aktieaflønnings, for at opnå det bedste resultat for aktionærerne?

- Bestyrelsen
- Direktionen
- Andre ledende medarbejdere
- Interne specialister eller eksperter.
- Ingen af dem.

22 af 23. Er der nogle informationer i regnskaberne som du savner omkring aktieaflønnings eller som du syntes der er for meget af?

23 af 23. Er der noget som jeg ikke har spurgt om, men som du mener, er vigtigt?

Bilag F



Bilag G

Disclosures

44. An entity shall disclose information that enables users of the financial statements to understand the nature and extent of share-based payment arrangements that existed during the period.

45. To give effect to the principle in paragraph 44, the entity shall disclose at least the following:

- A) a description of each type of share-based payment arrangement that existed at any time during the period, including the general terms and conditions of each arrangement, such as vesting requirements, the maximum term of options granted, and the method of settlement (eg whether in cash or equity). An entity with substantially similar types of share-based payment arrangements may aggregate this information, unless separate disclosure of each arrangement is necessary to satisfy the principle in paragraph 44.
- B) the number and weighted average exercise prices of share options for each of the following groups of options:
 - (i) outstanding at the beginning of the period;
 - (ii) granted during the period;
 - (iii) forfeited during the period;
 - (iv) exercised during the period;
 - (v) expired during the period;
 - (vi) outstanding at the end of the period; and
 - (vii) exercisable at the end of the period.
- C) for share options exercised during the period, the weighted average share price at the date of exercise. If options were exercised on a regular basis throughout the period, the entity may instead disclose the weighted average share price during the period.
- D) for share options outstanding at the end of the period, the range of exercise prices and weighted average remaining contractual life. If the range of exercise prices is wide, the outstanding options shall be divided into ranges that are meaningful for assessing the number and timing of additional shares that may be issued and the cash that may be received upon exercise of those options.

46. An entity shall disclose information that enables users of the financial statements to understand how the fair value of the goods or services received, or the fair value of the equity instruments granted, during the period was determined.

47. If the entity has measured the fair value of goods or services received as consideration for equity instruments of the entity indirectly, by reference to the fair value of the equity instruments granted, to give effect to the principle in paragraph 46, the entity shall disclose at least the following:

- A) for share options granted during the period, the weighted average fair value of those options at the measurement date and information on how that fair value was measured, including:
 - (i) the option pricing model used and the inputs to that model, including the weighted average share price, exercise price, expected volatility, option life, expected dividends, the risk-free interest rate and any other inputs to the model, including the method used and the assumptions made to incorporate the effects of expected early exercise;

- (ii) how expected volatility was determined, including an explanation of the extent to which expected volatility was based on historical volatility; and
 - (iii) whether and how any other features of the option grant were incorporated into the measurement of fair value, such as a market condition.
- B) for other equity instruments granted during the period (ie other than share options), the number and weighted average fair value of those equity instruments at the measurement date, and information on how that fair value was measured, including:
- (i) if fair value was not measured on the basis of an observable market price, how it was determined;
 - (ii) whether and how expected dividends were incorporated into the measurement of fair value; and
 - (iii) whether and how any other features of the equity instruments granted were incorporated into the measurement of fair value.
- C) for share-based payment arrangements that were modified during the period:
- (i) an explanation of those modifications;
 - (ii) the incremental fair value granted (as a result of those modifications); and
 - (iii) information on how the incremental fair value granted was measured, consistently with the requirements set out in (a) and (b) above, where applicable.

48. If the entity has measured directly the fair value of goods or services received during the period, the entity shall disclose how that fair value was determined, eg whether fair value was measured at a market price for those goods or services.

49. If the entity has rebutted the presumption in paragraph 13, it shall disclose that fact, and give an explanation of why the presumption was rebutted.

50. An entity shall disclose information that enables users of the financial statements to understand the effect of share-based payment transactions on the entity's profit or loss for the period and on its financial position.

51. To give effect to the principle in paragraph 50, the entity shall disclose at least the following:

- A) the total expense recognised for the period arising from share-based payment transactions in which the goods or services received did not qualify for recognition as assets and hence were recognised immediately as an expense, including separate disclosure of that portion of the total expense that arises from transactions accounted for as equity-settled share-based payment transactions;
- B) for liabilities arising from share-based payment transactions:
 - (i) the total carrying amount at the end of the period; and
 - (ii) the total intrinsic value at the end of the period of liabilities for which the counterparty's right to cash or other assets had vested by the end of the period (eg vested share appreciation rights).

52. If the information required to be disclosed by this IFRS does not satisfy the principles in paragraphs 44, 46 and 50, the entity shall disclose such additional information as is necessary to satisfy them.

Bilag H

Oversat af Thomson Reuters 2009

Oplysninger

44. Virksomheder skal give oplysninger, der gør det muligt for regnskabsbrugere at forstå arten og omfanget af aktiebaserede vederlæggelsesordninger, som har eksisteret i regnskabsåret.

45. For at anvende princippet i afsnit 44 skal virksomheden mindst oplyse følgende:

a) en beskrivelse af hver type af aktiebaserede vederlæggelsesordninger, som har eksisteret på et hvilket som helst tidspunkt i regnskabsåret, herunder de generelle vilkår og betingelser for hver ordning, eksempelvis retserhvervelseskrav, den maksimale løbetid for tildelte optioner samt afregningsmetoden (dvs. kontant eller i egenkapital). Virksomheder med meget ensartede typer af aktiebaserede vederlæggelsesordninger kan sammendrage disse oplysninger, medmindre det er nødvendigt at give separat oplysning om hver ordning for at overholde princippet i afsnit 44

b) antallet og de vejede gennemsnitlige udnyttelseskurser for aktieoptioner for hver af følgende grupper af optioner:

- i) i omløb ved regnskabsårets begyndelse
- ii) tildelt i løbet af regnskabsåret
- iii) fortabt i løbet af regnskabsåret
- iv) udnyttet i løbet af regnskabsåret
- v) udløbet i løbet af regnskabsåret
- vi) i omløb ved regnskabsårets afslutning, og
- vii) med mulighed for udnyttelse ved regnskabsårets afslutning.

c) for aktieoptioner, som er udnyttet i løbet af regnskabsåret, den vejede gennemsnitlige aktiekurs på udnyttelsestidspunktet. Hvis optioner blev udnyttet regelmæssigt i løbet af regnskabsåret, kan virksomheden i stedet oplyse den vejede gennemsnitlige aktiekurs for regnskabsåret.

d) for aktieoptioner i omløb ved regnskabsårets slutning, intervallet af udnyttelseskurser og den vejede gennemsnitlige resterende kontraktlige løbetid. Hvis der er et stort interval af udnyttelseskurser, skal optionerne i omløb opdeles i intervaller, som gør det muligt at vurdere antallet af og tidspunkterne for yderligere aktier, som kan udstedes, og den kontante betaling, der kan modtages ved udnyttelsen af disse optioner.

46. 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.

47. Hvis virksomheden har målt dagsværdien af varer eller tjenesteydelser, som er modtaget som betaling for egenkapitalinstrumenter i virksomheden, indirekte under henvisning til dagsværdien af de tildelte egenkapitalinstrumenter med henblik på anvendelse af princippet i afsnit 46, skal virksomheden mindst give følgende oplysninger:

a) for aktieoptioner, som er tildelt i løbet af regnskabsåret, den vejede gennemsnitlige dagsværdi af disse optioner på målingstidspunktet og oplysninger om målingsgrundlaget for denne dagsværdi, herunder:

i) den anvendte model for prisfastsættelse af optionerne og de talmæssige forudsætninger for modellen, herunder den vejede gennemsnitlige aktiekurs, udnyttelseskursen, den forventede volatilitet, optionsløbetiden, det forventede udbytte, den risikofri rente og andre forudsætninger for modellen, herunder den anvendte metode og de forudsætninger, der er lagt til grund for indarbejdelsen af virkningen af forventet førtidig udnyttelse

ii) hvordan den forventede volatilitet blev opgjort, herunder en redegørelse for, i hvor høj grad den forventede volatilitet blev baseret på tidligere volatilitet, og

iii) om og hvordan andre egenskaber ved optionstildelingen blev indarbejdet i målingen af dagsværdi, eksempelvis en markedsbaseret betingelse

b) for andre egenkapitalinstrumenter, som er tildelt i løbet af regnskabsåret (dvs. ud over aktieoptioner), antallet og den vejede gennemsnitlige dagsværdi af disse egenkapitalinstrumenter på målingstidspunktet og oplysninger om, hvordan denne dagsværdi blev målt, herunder:

i) hvordan dagsværdien blev opgjort, hvis den ikke blev målt på grundlag af en observeret markedskurs

ii) om og hvordan forventet udbytte blev indarbejdet i målingen af dagsværdi, og

iii) om og hvordan andre egenskaber for de tildelte egenkapitalinstrumenter blev indarbejdet i målingen af dagsværdi

c) for aktiebaserede vederlæggelsesordninger, som blev ændret i løbet af regnskabsåret:

i) en redegørelse for disse ændringer

ii) den yderligere tildelte dagsværdi (som en følge af disse ændringer), og

iii) oplysninger om målingsgrundlaget for den yderligere tildelte dagsværdi i overensstemmelse med de i a) og b) ovenfor beskrevne krav, hvor dette er relevant.

48. Hvis virksomheden har foretaget en direkte måling af dagsværdien af varer eller tjenesteydelser, som blev modtaget i regnskabsåret, skal virksomheden oplyse, hvordan denne dagsværdi blev opgjort, eksempelvis om dagsværdien blev målt til en markedspris for disse varer eller tjenesteydelser.

49. Hvis virksomheden har afkræftet formodningen i afsnit 13, skal den oplyse dette og forklare, hvorfor formodningen blev afkræftet.

50. 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.

51. For at anvende princippet i afsnit 50 skal virksomheden mindst oplyse følgende:

a) de samlede indregnede omkostninger i regnskabsåret, som hidrører fra aktiebaseret vederlæggelse, hvor de modtagne varer eller tjenesteydelser ikke opfyldte kravene til indregning som aktiver og derfor straks blev indregnet som omkostning, herunder separat oplysning om den del af de samlede omkostninger, som hidrører fra transaktioner, der regnskabsmæssigt behandles som aktiebaseret vederlæggelse afregnet i egenkapital

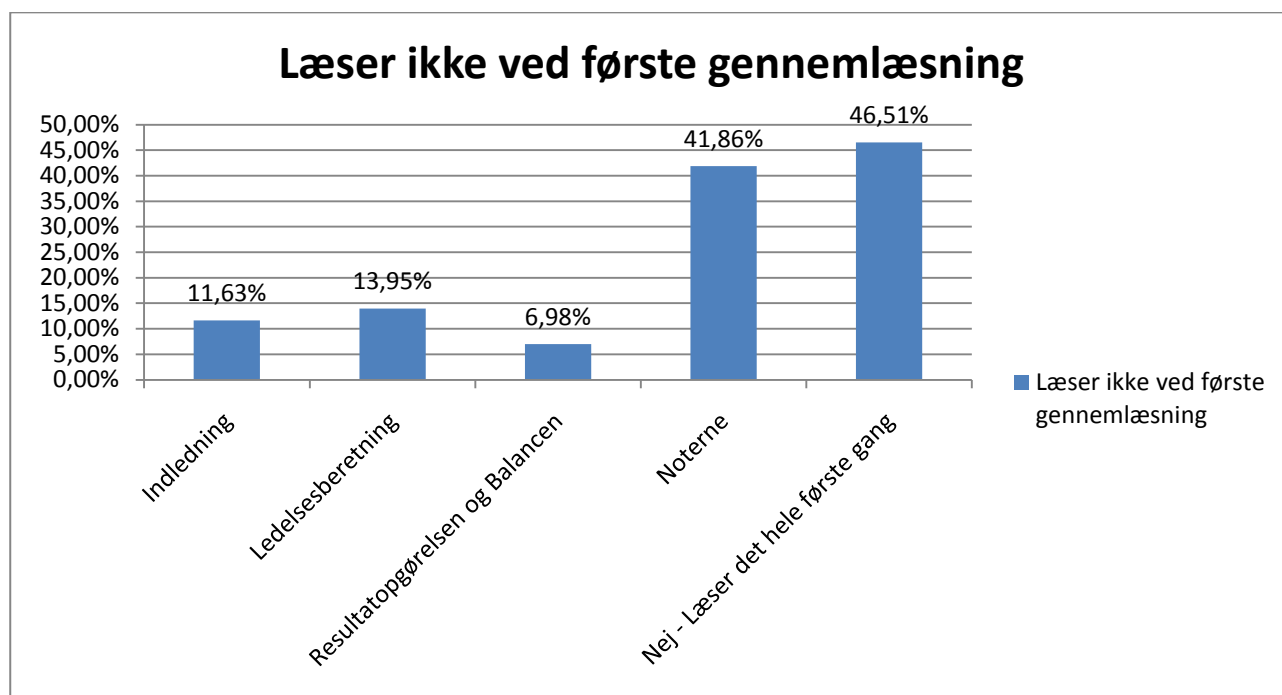
b) for forpligtelser, som hidrører fra aktiebaseret vederlæggelse:

i) den samlede regnskabsmæssige værdi ved regnskabsårets afslutning, og

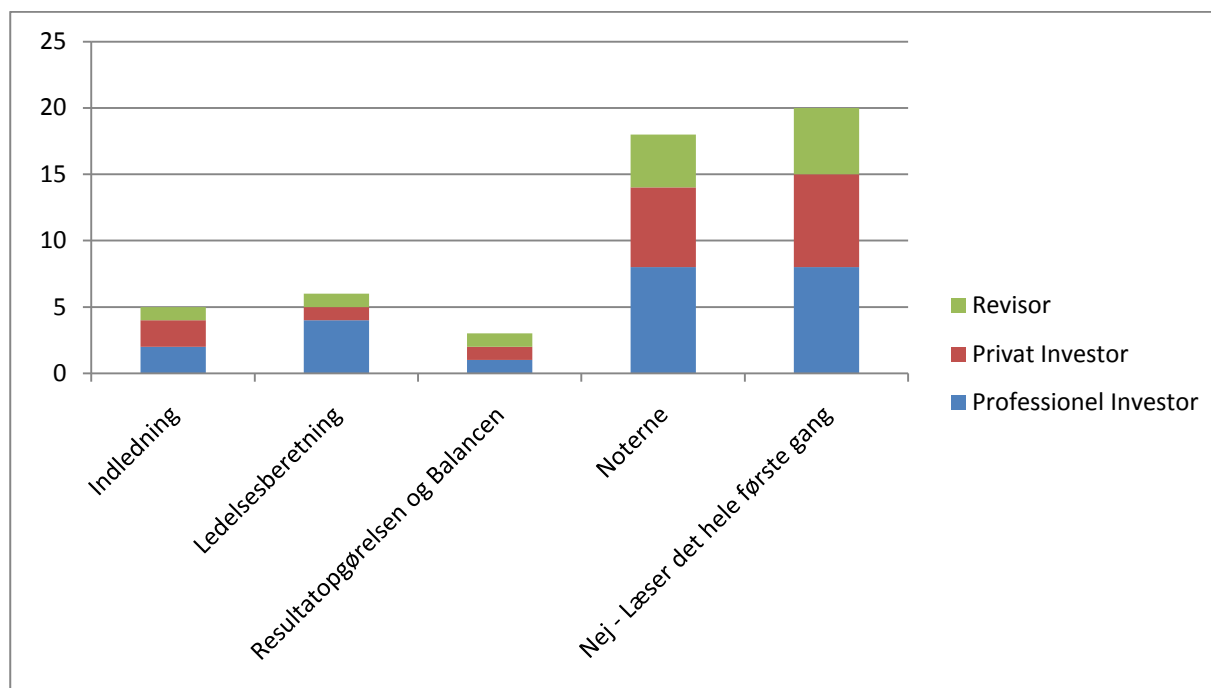
ii) den samlede indre værdi af forpligtelser ved regnskabsårets afslutning, hvor modpartens ret til kontant betaling eller andre aktiver var erhvervet ved regnskabsårets afslutning (eksempelvis en erhvervet ret til fantomaktier).

52. Hvis de i denne standard krævede oplysninger ikke overholder principperne i afsnit 44, 46 og 50, skal virksomheden give yderligere oplysninger, således at principperne overholdes.

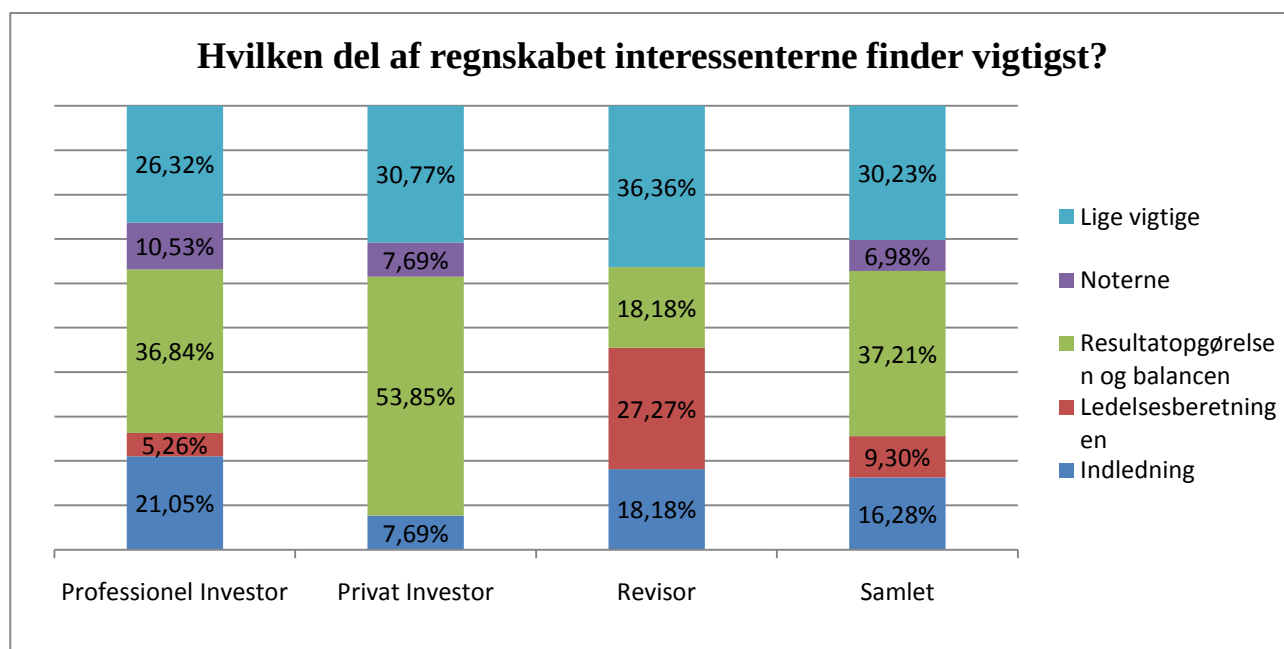
Bilag I



Opdelt på interessentgrupper:



Bilag J



Bilag K

De virksomheder som har udfordringer med at overholde IFRS 2

Nordicom

Det er ikke muligt at vurdere hvem der modtager i virksomheden, nogle steder står der at direktionen får andre steder det modsatte. Det er heller ikke muligt at finde ud af om andre medarbejdere får.

Søndagsavisen:

Der mangler de talmæssige værdier til beregning af BS, der står kun hvad de vil bruge, men ikke hvilket tal. Dette er i modstrid med afsnit 47 a stk. 1. Hvor der står ” de talmæssige forudsætninger for modellen”. Disse tal oplyses ikke hvilket gør at det ikke er muligt at regne efter. Oplysningerne i afsnit 45 omkring tildelingen/udestående i året er heller ikke oplyst. Der er nævnt at der er udgiftsført et millionbeløb i 2007, så der burde være tildelt i den periode. Tildelingen er sket til 18 personer i en blanding af direktion, men det er ikke muligt at se hvor mange til hver gruppe.

Maconomy:

En ellers rigtig god noteoplysning, har desværre en fejl i kolonne betegnelserne, hvor de f.eks er en ordning der øjensynligt har 2.973 år til udløb. Det er en tastefejl, men den burde have været set.

Renten ikke er oplyst, men kun en henvisning til statsobligationer.

Sparekassen Faaborg:

De har et gratisaktieprogram til samtlige medarbejdere, det er dog ikke meget information man får. Der noteres om hvor mange der var sidste år og hvad kursen var, og der forventes at det bliver nogenlunde det samme. Der er dog ikke noget med samlet værdi f.eks. Det er heller indregnet for sig selv i regnskabet, men bare lagt ind under personaleomkostninger. Det er ikke muligt at vurdere omfanget af denne ordning ud fra de givne oplysninger. Direktionen modtager også en kontant bonus denne er heller ikke nævnt med mange informationer, som f.eks størrelse, kun et procentbeløb (1,6 %) af resultatet er nævnt, dette er dog ikke aktiebaseret, men det er bestemt heller ikke muligt at vurdere denne aflønningsform. Bonusserne er heller ikke nævnt for sig selv i regnskabet.

Sparekassen Lolland

De har et medarbejderaktie program. Der er oplyst en dagsværdi, men ikke nogen synderlig forklaring, jeg tror det var den aktuelle aktiekurs. Det er heller ikke oplyst hvor mange aktier, der skal

man have lommeregneren frem. Den er heller ikke opdelt i medarbejdergrupper. Samtidig er der indført 0 kr. i personaleomkostningerne, selv om der er tildelt for 1,748 t.kr.

NumaMinerals:

De nævner at de har et Warrant program, hvor der i 2008 er udstedt 4.294 stk med en udnyttelseskurs på 437. Der er afsat 24.150 stk til et 3årigt program. Der står ikke mere end det. Så der mangler stor set alle oplysninger for at overholde IFRS 2. Det er bestemt ikke muligt at vurdere denne ordning.

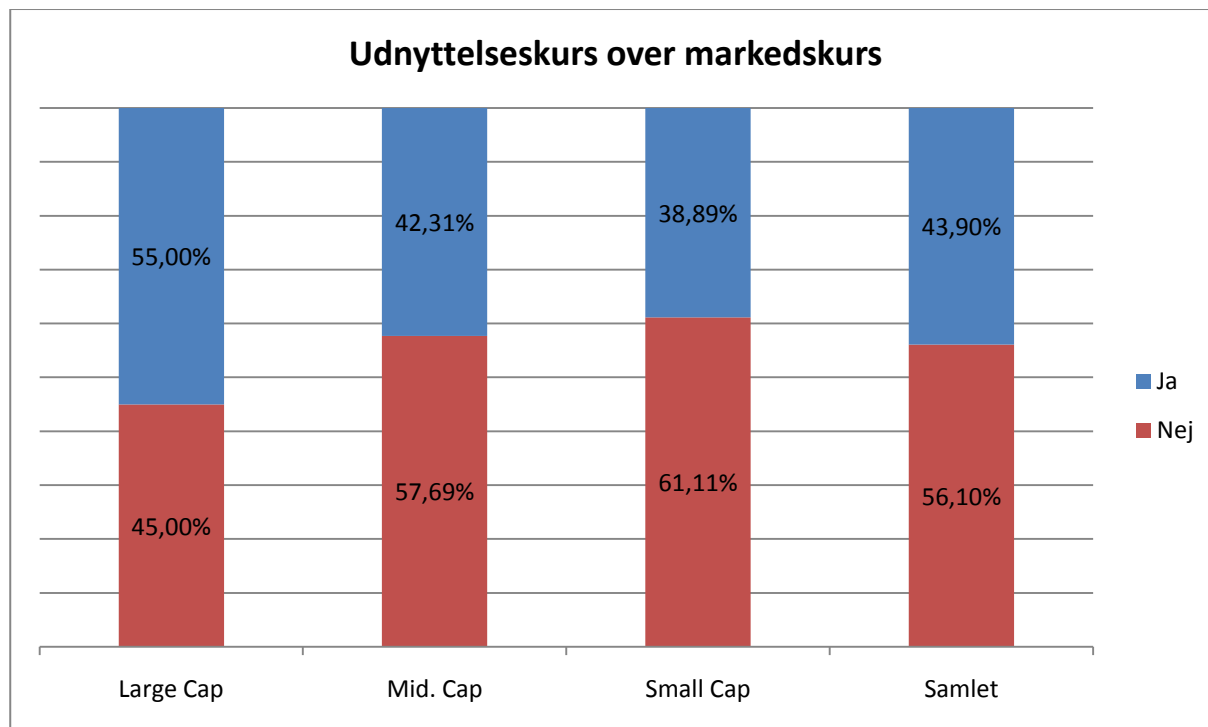
Svendborg Sparekasse:

Ifølge side 12 i regnskabet er der et program med favøraktier. Der er under personaleomkostninger anført 317 t.kr og så står der ikke andet i hele regnskabet. Det er bestemt ikke muligt at vurdere denne ordning.

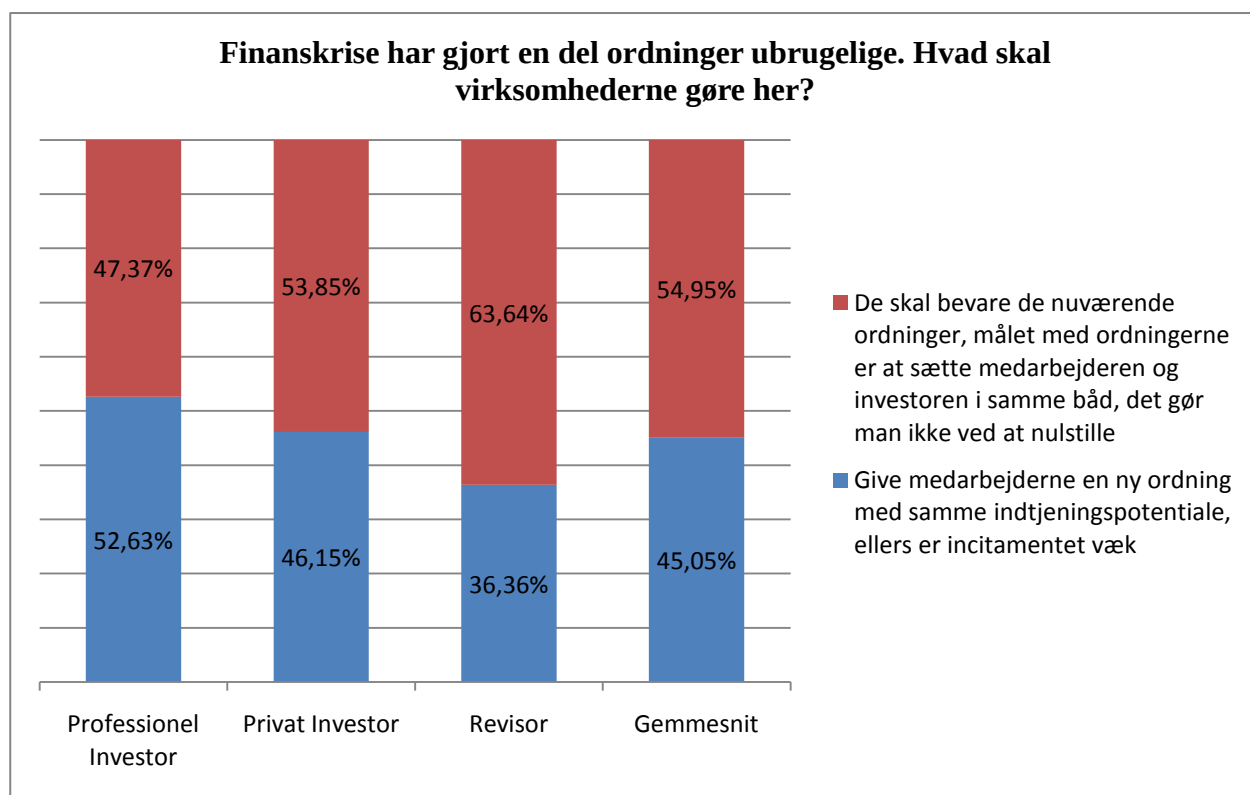
Comendo:

Der er et optionsprogram til alle medarbejdere, men der er ikke nogen opgørelse af dagsværd eller de parametre der ville indgå i en BS beregning. Oplysningerne i afsnit 45 omkring tildelingen/udestående i året er heller ikke oplyst.

Bilag L



Bilag M



Bilag N

	Q1 X	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5 X	Q6	Q6 X	Q8	Q9	Q10	Q11 1	Q11 2	Q11 3	Q11 4	Q11 5	Q11 6	Q12	Q13	Q14 1	Q14 2	Q14 3	Q14 4	Q14 5	Q14 X	Q15 1	Q15 2	Q15 3	Q15 4	Q15 5	Q16	Q17	Q18	Q19	Q20	Q21 1	Q21 2	Q21 3	Q21 4	Q21 5	Q22	Q23			
1		2	3	2	4		1		3	2	3	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1		0	0	0	0	1	5	3	3	3	1	0	1	1	1	1	0				
1	Sell-Side Analytiker	2	3	3	2		1		1	2	2	1	2	2	2	1	1	2	1	1	1	1	2	1	1		0	0	0	1	0	2	1	3	3	1	1	1	1	1	1	0			
1		4	2	4	2		1		4	2	3	1	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1		0	0	0	0	1	4	2	2	2	1	0	1	1	1	0	0			
1		2	2	1	2		1		3	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2		0	0	0	0	1	5	1	3	3	1	0	1	0	0	0	0			
1	Professional analytiker	3	3	4	2		1		3	2	3	1	1	2	2	2	2	1	1	1	1	2	2	1	2		0	0	0	0	1	0	3	2	3	3	1	1	1	0	0	0			
1		2	4	1	2		1		3	2	2	1	1	2	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1		0	0	0	0	1	3	3	3	3	1	0	1	1	1	1	0	0			
1		4	3	3	4		1		4	3	3	1	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2		0	0	0	0	1	3	3	2	2	1	0	1	1	0	0	0	0		
1		1	2	2	2		1		3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2		0	1	0	1	0	1	1	2	3	1	0	1	1	0	0	0	0		
1	Investment Banker	3	2	4	3	De underliggende variable til bestemmelse af værdien er typisk ikke fyldestgørende	Egen analyse / markedsdatabas er til bestemmelse af input-variable		2	1	3	1	1	1	2	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1		1	1	1	0	0	3	1	2	3	1	1	1	1	0	0	0			
1	Analytiker	2	3	5	2		Eksterne ratingsbyråer		3	1	3	1	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2		0	1	0	0	0	1	3	3	3	1	0	0	1	1	0	0	0		
1		2	2	3	2		1		1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	2	2	1	2		0	1	0	0	0	3	1	3	3	2	0	1	1	0	0	0	0		
	Arbejdet i den finansielle branche i 45 år - 20 år også med investeringer	4	3	3	3	I gode år gives store bonusser og det er ufortjent, da alle klarer sig godt	1		4	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2		1	0	0	1	0	3	2	1	1	2	0	0	0	0	0	1			
1	Aktieanalytiker	2	3	3	2		1		3	2	3	1	2	2	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	1		0	0	0	0	1	5	2	3	3	2	0	1	1	0	0	0	0		
1		2	2	2	2		1		3	2	3	1	2	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1		0	0	0	1	0	1	1	3	1	2	0	1	1	0	0	0	0	0		
1		3	3	1	2		1		4	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2		0	0	0	0	1	1	1	3	2	2	1	0	0	0	0	0	0		
1		1	2	1	3	der burde være et decideret afsnit der viser direktion og betyrelsesmedlemer gager, løn, warrants, option mm. over tid - f.eks. Tesco Plc (UK) har en udemærket oversigt der behandler netop ledelsens og betyrelsens aføning	1		4	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	2	2		0	0	0	1	0	5	3	3	3	3	2	1	1	1	0	0	0		
1		3	1	3	2		1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	2		0	0	0	1	0	3	1	3	3	2	0	1	0	0	0	0	0			
1		1	3	4	2		2		2	2	3	1	1	1	1	1	2	1	2	1	2	1	1	2		0	0	0	1	0	5	3	3	3	3	2	0	1	1	1	1	0	0		
1	Analytiker	2	4	4	2		1		3	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		0	0	0	0	1	4	3	3	3	2	0	0	0	0	0	1			

Bilag O

		Aktiens placering	Er der aktiebaseret vederlæggelse i virksomheden?				I hvilken grad er det muligt at vurdere arten og omfanget			Beskrivelse af hver type - Generelle vilkår & betingelser	Antallet og vej		Beregningsgrundlaget for dagsværdien (<i>kun for Aktie optioner</i>)				Værdi		Fremtiden					Fondsbørsens bestemmelser om god virksomhedsledelse		Til forklaring af forskelle	Udnyttelse s kurs over dagskurs
		1= Large Cap, 2 =Mid Cap & 3 = Small Cap	Ja =1, Nej 2				Meget høj grad =1, Høj grad =2, Nogen grad =3, Lav grad =4, Slet ikke =5			Kontant =1, Egenkapital =2, begge typer = 3, ikke oplyst =4	Oplyst=1, Ikke oplyst 2	Ja = 1, Nej =2	Oplyst=1, Ikke oplyst 2	Black Schouls 1, Anden =2, Ikke oplyst 3	Oplyst=1, ikke oplyst 2		Oplyst=1, ikke oplyst 2	Oplyst for 2009 =1, oplyst længere fremme = 2, Ikke oplyst = 3	Meget høj grad =1, Høj grad =2, Nogen grad =3, Lav grad =4, Slet ikke =5	Oplyst=1, Ikke oplyst 2	Ja = 1, Nej =2		Ja =1, Nej 2		PWC =1, Deloitte =2, KPMG =3, EY = 4, anden 5	Ja=1, Nej 2	
						Andre ledende medarbejd ere	Før noterne	I noterne	Samlet set	Kontant vs. Egenkapital	Tildelte & udnyttet	Opdelt på medarbejder rgrupper	Parametren e til Black Shouls	Anvendt model	Dagsværdi på tildelingstids punkt	Hvordan Volatilitet er opgjort	Samlet regnskabsmæssig værdi (dagsværdi)	Samle t Indre værdi	Fremtidige ordninger og hvor høj grad beskrives de.	Hvor mange er In The Money	Er værdien 0?	Individuelt niveau - Bestyrelsen	Individuelt niveau - Direktionen	Hvem er revisor?			
191			Total set	Bestyrelse	Direktion																						
Antal	Virksomhed	191	191	191	191	86	85	85	85	85	86	85	85	85	85	82	81	80	80	81	81	81	81	81	81	83	82
1	Vestas Wind Systems	1	1	2	1	1	3	2	2	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	5	2	2	2	1	1	2	
2	Novo Nordisk B	1	1	2	1	1	2	2	2	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	1	2	2	1	1	1	2	
3	Carlsberg B	1	1	2	1	1	5	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	1	2	2	2	3	2	
4	A.P. Møller - Mærsk B	1	1	2	1	1	2	4	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	3	1	
5	Danske Bank	1	1	2	1	1	5	3	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1	2	2	1	1	3	1	
6	FLSmidth & Co.	1	1	2	1	1	3	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	2	2	
7	Genmab	1	1	1	1	1	4	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	2	2	1	2	
8	Danisco	1	1	2	1	1	3	2	3	3	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	1	2	1	
9	Lundbeck	1	1	2	1	1	4	3	4	2	1	1	1	1	1	2	1	1	3	0	1	2	2	2	2	1	
10	Nordea Bank	1	1	2	1	1	5	3	4	2	1	2	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	3	2	
11	DSV	1	1	2	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	1	1	4	2	
12	Novozymes B	1	1	1	1	1	3	2	2	3	1	1	1	1	1	1	1	1	3	0	2	2	2	1	1	2	
13	D/S Norden	1	1	2	1	1	2	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	2	2	1	1	
14	William Demant Holding	1	2	2	2																						
15	NKT Holding	1	1	2	1	1	5	3	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	1	2	1	3	1	
17	Coloplast B	1	1	2	1	1	2	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	1	1	1	
18	Sydbank	1	2	2	2																						
19	Jyske Bank	1	2	2	2																						
20	TrygVesta	1	1	2	1	1	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	3	2	2	1	1	2	1	
21	Topdanmark	1	1	1	1	1	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	2	2	2	2	2	1	
22	TORM	1	1	2	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	3	2	2	1	1	2	1	
23	GN Store Nord	2	1	2	1	1	4	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3	2		
24	Ø.K.	2	1	2	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	1	1	
25	G4S	1	1	2	1	1	4	3	4	2	1	2	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	1	1	3	2	
26	Rockwool Int. B	1	1	1	1	1	4	3	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	2	4	1	
27	Auriga Industries B	2	2	2	2																						
28	Greentech Energy Systems	2	1	2	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	1	2	
29	SimCorp	2	1	1	1	1	2	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	2	2	2	1	3	1	
30	Bang & Olufsen	2	1	2	1	1	5	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	1	3	0	1	1	2	2	2	1	
31	SAS	2	2	2	2																						
32	NeuroSearch	2	1	1	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	1	2	2	2	1	1	
33	ALK-Abellø B	2	1	2	1	1	5	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	2	1	
34	Bavarian Nordic	2	1	1	1	1	5	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	1	1	2	1	
35	Per Aarsleff B	2	2	2	2																						
36	TopoTarget	3	1	1	1	1	5	4	4	2	1	2	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	2	1	
37	IC Companys	2	1	2	1	1	4	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	2	2	2	1	
38	Sjælsø Gruppen	2	1	2	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	4	2	2	2	2	2	2	
39	Solar B	2	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	4	2	1	2	2	1	2	
40	Royal UNIBREW	3	1	2	1	1	3	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	2	1	1	2	2	2	2	4	2	
41	Alm. Brand	2	2	2	2																						
42	Thrane & Thrane	2	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	5	2	
43	Amagerbanken	2	2	2	2	2																					
44	Atlantic Petroleum	2	1	2	1	1	3	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	1	1	3	2	
45	TK Development	2	1	2	1	1	3	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	1	2	1	

46	Formuepleje Penta	2	2	2	2																					
47	Spar Nord Bank	2	1	2	1	1	5	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	2	3	2
48	Formuepleje Safe	2	2	2	2																					
49	Schouw & Co.	2	1	2	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	3	1
50	Ringkjøbing Landbobank	2	2	2	2																					
51	DFDS	2	1	2	1	1	5	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	3	1
52	Ambu A/S	3	1	2	1	1	5	3	3	2	1	2	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	2	2	1	1
53	Ffroye Banki Harboes	2	2	2	2																					
55	Bryggeri B	3	2	2	2																					
56	PARKEN Sport & Entertainment	2	1	1	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	2	3	2
57	Vestjysk Bank	2	2	2	2																					
58	Formuepleje Pareto	2	2	2	2																					
59	Satair	2	1	1	2	1	4	3	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	2	2	1	2
60	Topsil Semiconductor Materials	3	1	2	1	1	5	3	3	2	1	2	1	2	1	1	1	2	3	0	2	2	2	1	2	2
61	Momb.&Thor.B	2	2	2	2																					
62	DLH B	3	1	2	1	1	5	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	1	2	2	2	3	1
63	Formuepleje Epikur	2	2	2	2																					
64	United International Enterpris	2	2	2	2																					
65	H+H International	3	1	2	1	1	5	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	1	2	3	1
66	TDC	1	2	2	2																					
67	Capinordic	3	1	1	1	1	4	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	1	4	2	2	2	2	1	2
68	Brdr.Hartmann	3	1	2	1	2	5	3	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	2	1	2
69	Københavns Lufthavn	1	2	2	2																					
70	Nordicom	3	1	1	2	2	5	4	4	2	1	1	1	1	2	1	2	1	4	2	2	2	2	2	1	
71	Nordic Tankers	3	2	2	2																					
72	Exlgon	3	1	1	1	1	5	2	3	3	1	1	1	1	1	1	1	3	0	1	2	2	2	2	2	1
73	United Plantation Berhad	2	2	2	2																					
74	LifeCycle Pharma	2	1	1	1	1	5	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	1	1
75	Eik Banki	2	2	2	2																					
76	Dantherm	3	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	1	1	5	1
77	RTX Telecom	3	1	1	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	2	2	1
78	Formuepleje Merkur	3	2	2	2																					
79	Max Bank	3	2	2	2																					
80	Sanistål B	3	1	2	1	1	5	3	3	2	1	2	1	1	1	1	1	2	2	3	2	2	2	2	3	2
81	Relia Holding	2	2	2	2																					2
82	Søndagsavisen	3	1	2	1	1	5	5	5	2	2	2	2	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	4	2
83	BioPorto	3	1	1	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	1	1	3	0	2	2	2	2	2	2	2
84	Olicom	3	2	2	2																					
85	Østjysk Bank	3	2	2	2																					
86	Maconomy	3	1	2	1	1	5	2	3	2	1	1	2	1	1	1	1	2	2	4	2	2	2	2	1	2
87	Formuepleje LimiTellus	2	2	2	2																					
88	Sparekassen Faaborg	2	1	2	1	1	5	5	5	2	1	1	2	3											5	
89	Højgaard Holding B	3	2	2	2																					
90	Sparekassen Himmerland	2	1	2	1	1	5	4	4	2	2	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	5	2
91	Tivoli A/S	2	2	2	2																					
92	Renegadevy	3	2	2	2																					
93	Nordjyske Bank	2	2	2	2																					
94	Formuepleje Optimum	3	2	2	2																					
95	Flügger B	2	2	2	2																					
96	Skjern Bank	3	2	2	2																					
97	FirstFarms	3	1	2	1	2	5	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	1	3	0	1	1	2	2	3	2
98	ChemoMetec	3	2	2	2																					
99	Small Cap Danmark	3	1	2	1	2	5	4	4	1	1	1	2	3	1	2	1	1	3	0	2	2	2	2	4	1
100	Sparbank	3	1	2	2	1	3	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	2	1	2
101	Grønlandsbanke n	2	2	2	2																					
102	Rovsing	3	1	1	1	1	4	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	1	1	5	2
103	Scandinavian Brake Systems	3	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	3	2	2	2	2	3	2
104	DiBa Bank	3	2	2	2																					
105	Jeudan	2	2	2	2																					

106	Columbus IT Partner	3	2	2	2																						
107	Brdr. A & O Johansen præf.	3	2	2	2																						
108	Skælskør Bank	3	2	2	2																						
109	Totalbanken	3	2	2	2																						
110	Brøndby IF B	3	2	2	2																						
111	Silkeborg IF Invest B	3	2	2	2																						
112	BoConcept Holding B	3	1	2	1	1	5	3	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	1	2	
113	Scandinavian Private Equity	3	2	2	2																						
114	Rias B	3	2	2	2																						
115	Møls-Linien	2	1	2	1	1	5	3	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	1	4	2	2	2	2	2	2	
116	Arkil Holding B	3	2	2	2																						
117	Danionics	3	2	2	2																						
118	Netop Solutions	3	1	2	1	1	5	3	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	2	2	
119	Mens Bank	3	2	2	2																						
120	Luxor B	3	2	2	2																						
121	Tower Group	3	2	2	2																						
122	Roblon B	3	2	2	2																						
124	Green Wind Energy	3	2	2	2																						
125	Nørresundby Bank	2	2	2	2																						
126	Århus Elite B	3	2	2	2																						
127	Tønder Bank	3	2	2	2																						
128	Aarhus Lokalbank	3	2	2	2																						
129	Euroinvestor.com	3	2	2	2																						
130	Mondo	3	1	2	1	1	4	4	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	1	2	1	
131	SP Group	3	1	2	1	1	4	4	4	2	1	2	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	1	1	2	1	
132	Gabriel Holding	3	2	2	2																						
133	Djurslands Bank	3	2	2	2																						
134	AaB	3	1	2	1	1	4	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	1	4	2	2	2	2	5	2	
135	Sparekassen Lolland	2	1	2	1	1	5	5	5	2	2	1	2	3	1				3	0	2	2	2	1	2		
136	Affitech	3	1	2	1	1	4	3	3	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	2	2	4	2	
138	Lastas B	3	2	2	2																						
139	F.E. Bording B	3	2	2	2																						
140	NTR Holding B	3	2	2	2																						
141	Klimainvest	3	2	2	2																						
142	KapitalPleje	3	2	2	2																						
143	Dantax	3	2	2	2																						
144	CBRAIN	3	2	2	2																						
145	Migatronik B	3	2	2	2																						
146	WALLS	3	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	2	2	2	2	2	2	
147	SKAKO Industries	3	2	2	2																						
148	NunaMinerals	3	1	2	1	1	5	5	5	2	2	2	2	3	2	2											
149	Egetæpper B	3	2	2	2																						
150	Kreditbanken	3	2	2	2																						
151	FormueEvolutio n I	3	2	2	2																						
152	SCF Technologies	3	1	1	1	1	5	3	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	2	2	5	2	
153	Glunz & Jensen	3	1	2	1	1	5	3	4	3	1	1	1	1	1	1	1	1	3	0	2	2	2	2	3	1	
154	Deltaq	3	2	2	2																						
155	Lollands Bank	3	2	2	2																						
157	Erria	3	1	2	1	1	5	3	4	2	1	2	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	2	1	
158	Svendborg Sparekasse	3	1	2	2	1	5	5	5	2	2	2	2	3													
159	Victoria Properties	3	2	2	2																						
160	DK Trends Invest	3	2	2	2																						
161	Vinderup Bank	3	2	2	2																						
162	Brd. Klee B	3	2	2	2																						
163	Alm. Brand Formue B	3	2	2	2																						
164	Dan-Ejendomme Holding	3	2	2	2																						
165	Berlin III B	3	2	2	2																						

166	Nordfyns Bank	3	1	2	2	1	5	4	4	2	1	1	1	2												
167	Comendo	3	1	2	1	1	5	5	5	2	2	2	2	3	2	2	2	2	3	0	2	2	1	1	5	2
168	Lån og Spar Bank	2	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	4	2	2	1	1	5	2
169	D/S Orion	3	1	2	1	1	4	4	4	2	1	1	1	1	1	2	1	2	3	0	2	2	1	1	5	2
170	Hvidbjerg Bank	3	2	2	2																					
171	Vestfyns Bank	3	2	2	2																					
172	Land & Lelsure B	3	2	2	2																					
173	Expediit B	3	2	2	2																					
174	Schaumann Properties	2	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3	0	2	2	2	2	5	2
175	Berlin IV B	3	2	2	2																					
176	Morsø Bank	3	2	2	2																					
177	Trifork	3	2	2	2																					
178	Spæncom B	3	2	2	2																					
179	Viborg Håndbold Klub	3	2	2	2																					
180	Salling Bank	3	2	2	2																					
181	FormueEvolutio nll	3	2	2	2																					
182	Alm. Brand Pantebreve B	3	2	2	2																					
184	Jensen & Møller Invest	3	2	2	2																					
185	Vordingborg Bank	3	2	2	2																					
186	DanTruck	3	1	1	1	2	4	4	4	2	2	2	1	1	2	2	1	2	3	0	2	2	2	2	1	2
187	Atlantic Airways	3	2	2	2																					
188	German High St. II B	3	2	2	2																					
189	InterMail B	3	1	2	1	1	5	4	4	2	1	1	1	1	2	2	1	1	3	0	2	1	2	2	5	1
191	Sparekassen Hvetbo	3	1	2	1	1	4	4	4	2	1	1	1	1	2	2	1	2	3	0	2	2	2	2	5	2
193	Gjældendal B	3	2	2	2																					
194	Spar Nord Formueinv	3	2	2	2																					
195	Andersen & Martini B	3	2	2	2																					
196	Prime Office	3	2	2	2																					
197	Victor International	3	2	2	2																					
198	Investea Sweden Properties	3	2	2	2																					
199	Asgaard Group	3	2	2	2																					