

CBS



COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL
HANDELSHØJSKOLEN

Udviklingen i incitamentsaf lønning på baggrund af implementeringen af direktiv
2017/828/EU af 17. maj 2017
- En analyse af reglerne og de økonomiske overvejelser for incitamentsaf lønning

The evolution of incentive-based pay based on the implementation of directive
2017/828/EU of 17th of May 2017
- An analysis of the rules and economic considerations of incentive-based pay

Jeppe Stensbæk-Jensen
Studienummer: 108385

Emil Knudsen Rytz
Studienummer: 115944

Kandidatafhandling på Cand. Merc. Jur.-studiet

1. august 2019

Vejledere:

Peer Schaumberg-Müller

Caspar Rose

Antal anslag: 238.301 anslag svarende til 104,75 normalsider

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	4
Kapitel 1 – metode og præsentation af afhandlingen	5
1.1 <i>Problemfelt</i>	5
1.2 <i>Afhandlingens struktur</i>	6
1.3 <i>Problemformulering:</i>	7
1.3.1 <i>Hovedspørgsmål:</i>	7
1.3.2 <i>Juridisk problemformulering</i>	7
1.3.3 <i>Økonomisk problemformulering</i>	7
1.3.4 <i>Integreret problemformulering:</i>	7
1.4 <i>Afgrænsning</i>	7
1.5 <i>Metode og teori</i>	8
1.5.1 <i>Juridisk metode</i>	8
1.5.2 <i>Økonomisk metode</i>	10
1.5.3 <i>Integreret metode:</i>	10
1.6 <i>Synsvinkel</i>	11
1.7 <i>Kildekritik</i>	11
Kapitel 2 – Jura.....	12
2.1 <i>Indledning:</i>	12
2.2 <i>Aflønning af ledelsesmedlemmer efter de udgåede regler</i>	12
2.2.1 <i>Selskabslovens regler om aflønning – fast eller variabel</i>	13
2.2.2 <i>Selskabslovens udgåede regel om retningslinjer for incitamentsaflønning</i>	14
2.2.3 <i>Selskabslovens udgåede regel om vedtægtsbestemmelser mht. incitamentsaflønning</i>	20
2.2.4 <i>Selskabslovens udgåede regel om aftaleindgåelse</i>	21
2.2.5 <i>Selskabslovens udgåede regel om forlængelse eller ændringer i aftaler om incitamentsaflønning</i>	21
2.2 <i>Nasdaq Copenhagen – Regler for udstedere af aktier</i>	23
2.2.1 <i>Reglernes punkt 3.3.10 – Aktiebaserede aflønningsprogrammer</i>	24
2.2.2 <i>Reglernes punkt 2.5 og 4.1 – Corporate governance og anbefalinger for god selskabsledelse</i>	27
2.3 <i>Anbefalinger for god selskabsledelse</i>	28
2.3.1 <i>Anbefalingernes punkt 4: Ledelsens vederlag</i>	30
2.3.1.1 <i>Vederlagspolitikken form og indhold</i>	30
2.3.1.2 <i>Oplysning om vederlag</i>	33
2.3.1.3 <i>Anbefalingernes konsekvenser</i>	34
2.4 <i>Lov om finansiel virksomhed</i>	35
2.4.1 <i>Aflønning af bestyrelsen, direktionen og andre ansatte:</i>	36
2.4.2 <i>Krav om skriftlig lønpolitik (tidligere § 71, stk. 1 nr. 9)</i>	39
2.4.3 <i>Krav om aflønningsudvalg</i>	40
2.5 <i>Selskabslovens nye ledelsesaflønningsregler</i>	41
2.5.1 <i>Indledning</i>	41
2.5.2 <i>Selskabslovens nye § 139 – Vederlagspolitikken</i>	42
2.5.3 <i>Selskabslovens nye § 139 a – De indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken</i>	46
2.5.4 <i>Selskabslovens nye § 139 b – Vederlagsrapporten</i>	53

2.6 Beslutningskompetencen ift. bindende eller vejledende	56
2.6.1 Bindende afstemning	57
2.6.2 Vejledende afstemning.....	57
2.6.3 Hvilken beslutningskompetence bør anvendes.....	58
2.7 Juridisk konklusion.....	58
Kapitel 3 – Økonomisk teori bag incitamentsaflønnning.....	60
3. Indledning.....	60
3.1 Corporate Governance	60
3.1.1 Principal-agent-problemet	61
3.1.2 Udgangspunktet for principal-agent-teorien.....	61
3.1.3 Egennyttmaksimering.....	63
3.1.4 Asymmetrisk information	64
3.1.5 Agentomkostninger	66
3.2 Løsninger på principal-agent-problemet med incitamentsaflønnning som værktøj	67
3.2.1 Incitamentsaflønnings formål og anvendelse som styringsværktøj	67
3.2.2 Hvordan bidrager incitamentsaflønnning til at afhjælpe agentproblemerne?	68
3.2.2.1 Optimal contracting approach	68
3.2.2.1.1 Problemer ved teorien omkring optimal contracting approach.....	68
3.2.2.1.2 Hvordan bidrager optimal contracting approach	69
3.2.2.2 Managerial power approach.....	70
3.2.2.2.1 Power and pay.....	71
3.2.2.2.2 Gratuitous Goodbye Payments	72
3.2.3 Kontantbaserede vederlag vs. egenkapitalbaserede vederlag.....	73
3.2.4 Empiri – er der sammenhæng mellem performance og incitamentsaflønnning?	73
3.3 Risikodeling	74
3.3.1 Risikopræmien og sikkerhedsækvivalens	74
3.3.2 Risikodeling mellem parterne.....	75
3.3.3 Kontraktens intensitet – intensitetsprincippet.....	76
3.3 Afhjælper incitamentsaflønnning principal-agent-problemet?.....	76
Kapitel 4 – Processen for incitamentsaflønnning	78
4.1 Indledning.....	78
4.2 Anvendelse af ledelsesvederlag i danske børsnoterede selskaber	79
4.3 Aflønningsformerne.....	80
4.3.1 Aktieoptioner.....	81
4.3.2 Warrants (tegningsoptioner).....	81
4.3.3 RSU:	82
4.3.4 PSU:	82
4.3.5 Matching Shares:	82
4.3.6 Fantomaktier	83
4.3.7 Konvertible obligationer	83
4.4 Aktieerhvervelse eller -tildeling	83
4.5 Behov for etablering af aktiebaseret incitamentsordninger?.....	84
4.6 Begrænsninger i mulighederne for etablering.....	84
4.7 Selskabets leveringsforpligtelse	85
4.8 Hvem bør tildeles aktiebaseret incitamentsordning?.....	86

4.9 Betinget tildeling eller udnyttelse.....	88
4.10 Incitamentsordningens vægtandel af den samlede lønpakke	89
4.11 Incitamentsordningens løbetid.....	93
4.12 Engangs eller løbende tildeling	96
4.13 Udnyttelsesperioden og medarbejderens ret til at sælge aktier	97
4.14 Fastlæggelse af udnyttelseskursen.....	98
4.14.1 Indledning.....	98
4.14.2 Fast udnyttelseskurs.....	98
4.14.2.2 Fastlæggelse af niveauet for udnyttelseskursen	100
4.14.3 Variabel udnyttelseskurs	101
4.14.4 Efterfølgende ændringer i udnyttelseskursen	103
4.15 Integreret konklusion	104
Kapitel 5:.....	105
Konklusion:	105
Bibliografi	107
Bøger.....	107
Artikler.....	108
Avisartikler	109
Retskilder.....	110
Andet.....	110

ABSTRACT

The aim of this thesis is to analyze the impact of directive 2017/828 of 17th of May 2017 and how it affects the Danish regulation of incentive-based pay in publicly listed companies, where the regulation of incentive-based pay is set forth in the Danish Company Act. Further, the thesis will analyze the economic theories behind incentive-based pay and lastly what companies should look into when incentive-based pay is carried out.

The analysis of this thesis starts out with analyzing the regulation that is still in effect until the next annual general meeting, as this is not until 2020. In accordance with the old legislation shareholders had a right to vote on general guidelines for incentive-based pay. Now the directive has implemented the shareholder's right to vote on a policy, therefore the thesis looks into how this implemented into Danish regulation and in accordance with the directive 2017/828.

Furthermore, there are recommendations in soft law and other regulation which is also analyzed and are found to be very much in accordance with the new legislation.

The thesis reaches the legal conclusion that the new legislation grants the shareholders an easier way of getting insight into the incentive-based pay and thereby grants shareholders the possibility of more active ownership. The firms to some extent already follow the recommendations set forth in soft law and thereby adhere by the new rules now set forth in the Danish Company act.

In the economic part of the analysis of the thesis we look into how the principal-agent problem can be minimized by utilizing incentive-based pay. It is shown that effectively balancing the incentive pay in regard to risk and keeping general theories about the PA-theory in mind it is possible to minimize the principal-agent problem.

In the last part of the thesis we look into how incentive based-pay is used in practice and how the economic and judicial mindset should be reflected into this. The thesis shows that a lot of the things companies have to observe while they compose incentive-based pay contracts is in correspondence with economic and judicial strains of thought.

Kapitel 1 – metode og præsentation af afhandlingen

1.1 Problemfelt

Incitamentsaflønning i børsnoterede selskaber har i mange år været et debatteret emne, hvor især finanskrisen fik sat fokus og kritik på de høje lønninger, som mange mente bidrog til den finansielle krise. Kritikken lød på, at der ikke var sammenhæng mellem lønninger og præstationen hos ledelsen, som var modtagerne af de høje lønpakker. Ydermere var der en minimal gennemsigthed i forbindelse med, hvordan ledelsens aflønning bidrog til selskabernes præstation.

I EU-regi adresserede man problemerne i en handlingsplan med titlen *”Selskabsret og corporate governance i EU - en tidssvarende lovramme for mere engagerede aktionærer og bæredygtige virksomheder”*, hvori der var en række forslag til forbedring af erhvervs klimaet i EU, som skulle være med til at forbedre og fremme et langsigtet aktivt ejerskab og øge gennemsigtheden i selskaberne, heriblandt var en af fokusområderne på aflønning og aktionærernes mulighed for tilsyn.

Handlingsplanen lagde grobunden for, at EU fremsatte et ændringsdirektiv¹ til det allerede eksisterende aktionærrettighedsdirektiv², da det oprindelige direktiv ikke havde formået at løse de før-omtalte problemer tilstrækkeligt. Det nye direktiv gav aktionærerne en større mulighed for at udøve aktivt ejerskab, herunder retten til at stemme om aflønningspolitikken. Formålet med stemmerettigheden er at give aktionærerne muligheden for at bidrage til det langsigtede aktive ejerskab hos børsnoterede selskaber.

I oktober 2018 blev der af den daværende regering fremsat et udkast til lovforslag om implementering af ændringsdirektivet i dansk ret i høring. Dette blev til L 157 (fremsat februar 2019), som blev vedtaget i april og sidenhen implementeret den 10. juni 2019.

Denne afhandling vil med udgangspunkt i implementeringen af direktivet i selskabsloven undersøge, hvordan det nye aktionærrettighedsdirektiv³ forsøger at bidrage til mere gennemsigthed

¹ Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2017/828 af 17. maj 2017 om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab

² Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber

³ Fremadrettet vil der med aktionærrettighedsdirektivet henvises direktiv 2017/828 af 17. maj 2017

og de langsigtede interesser i henhold til incitamentsafløjning. Afhandlingen vil også kigge på, hvordan reglerne var inden implementeringen, da de nye regler først finder anvendelse fra den ordinære generalforsamling efter 10. juni 2019, hvilket i realiteten vil være 2020 for børsnoterede selskaber. Ydermere vil denne afhandling forsøge at belyse de økonomiske teorier, man som børsnoteret selskab skal iagttage, når man anvender incitamentsafløjning.

Afhandlingens problemfelt gør integrationen mellem jura og økonomi nødvendig for at kunne besvare de nedenstående problemformuleringer.

1.2 Afhandlingens struktur

Afhandlingen indeholder 5 kapitler. I kapitel 2 tager afhandlingen afsæt i det juridiske regelsæt, som findes på området, hvor det er implementering af aktionærrettighedsdirektivet i dansk ret, som er hovedfokus. Aktionærrettighedsdirektivets regler vedrørende incitamentsafløjning finder anvendelse fra første ordinære generalforsamling, hvorfor afhandlingen også indeholder en redegørelse og analyse af de udgåede regler i selskabsloven, som finder anvendelse indtil da. Derudover vil det forsøges at klarlægge, hvordan direktivets implementering har bidraget til det langsigtede aktive ejerskab og gennemsigtigheden i dansk ret. Udover dette vil afhandlingen også søge til andre områder af love og anbefalinger for at se, hvordan reglerne er her.

I kapitel 3 vil der blive redegjort for økonomisk teori, som man skal holde sig for øje, når man skal udforme en incitamentskontrakt, hvorfor afhandlingen vil give et bud på, hvad selskaberne bør have in mente.

Teorierne, der belyses gennem opgaven, vil have sit afsæt i principal-agent-teorier, og teorier der generelt læner sig op ad adskillelsen mellem ejerskab og kontrol.

I kapitel 4 vil afhandlingen belyse forskellige former for incitamentsafløjning, som man kan anvende. I dette kapitel vil afhandlingen yderligere analysere, hvordan juraen kan forenes med den økonomiske teori, hvor det langsigtede ejerskab er i fokus.

Afhandlingen vil slutteligt i kapitel 5 komme med en konklusion på opgaven og dens resultater.

1.3 Problemformulering:

1.3.1 Hovedspørgsmål:

I denne afhandling analyseres de udgående regler for incitamentsaflønnning i selskabsloven, og hvad gældende ret er qua implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet, når reglerne træder i kræft efter 1. ordinære generalforsamling i 2020.

Derudover vil afhandlingen redegøre og analysere på den økonomiske teori bag incitamentskontrakter, og hvordan incitamentskontrakter anvendes.

1.3.2 Juridisk problemformulering

Hvordan er retstilstanden qua de udgåede bestemmelser for incitamentsaflønnning i selskabsloven, og hvordan er den nu gældende ret efter implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet?

1.3.3 Økonomisk problemformulering

Kan incitamentsaflønnning bidrage til en løsning af interessekonflikten mellem selskabets ejere og ledelse, belyst fra en principal-agent-vinkel?

1.3.4 Integreret problemformulering:

Hvordan anvendes incitamentsaflønnning, og hvordan afspejles det juridiske og økonomiske tanke-sæt i anvendelsen?

1.4 Afgrænsning

Afhandlingen afgrænser sig til incitamentsaflønnning i børsnoterede selskaber, hvor selskabsloven indeholder reguleringen af dette.

Afhandlingen søger inspirationen i andre love og anbefalinger, hvor der eksisterer regler og anbefalinger for incitamentsaflønnning. Aktionærrettighedsdirektivet implementeres også i andre love, men disse andre love har ikke relevans i forhold til emnet.

I det juridiske er der mange indgangsvinkler til emnet omkring incitamentsaflønnning, hvor emner som de regnskabsmæssige eller skattemæssige aspekter kunne være blevet behandlet henholdsvis i henhold til årsregnskabsloven, regnskabspraksis og standarder og relevant skattelovgivning.

Dette er der blevet afgrænset fra, da det anses som værende opgaver i sig selv, grundet deres omfang og kompleksitet.

Antageligt kunne det have været interessant at lave en analyse af selve direktivets implementering i dansk ret, da det er et minimumsdirektiv, hvor man ud fra en retspolitisk tilgang ville komme frem til den optimale implementering.

I henhold til det økonomiske er der valgt at fokusere på principal-agent-problematikken, hvor litteraturen er ekstremt omfattende, hvorfor fokus er valgt ud fra, hvad der er anset som den klassiske tankegang qua lærebøger og artikler på området.

Der er afgrænset fra økonomiske løsninger på principal-agent-problemet såsom kapitalstrukturer og kontrollerende storaktionærer, som bidrager til en minimering af problemet, da fokus ved opgaven er, hvordan incitamentsaflønningsen bidrager til en minimering af problemet.

1.5 Metode og teori

Afhandlingens problemformulering er opstillet med et overordnet spørgsmål, hvor der under dette er opstillet delspørgsmål, som bidrager til at belyse opgavens hovedspørgsmål.

Gennem hovedspørgsmålet bliver opgavens overordnede emne indrammet, hvor den suppleres af første delspørgsmål, der indeholder det juridiske, det andet delspørgsmål er økonomisk, og det sidste spørgsmål er integreret.

Når der gennem analysen vil blive besvaret på underspørgsmålene, vil dette tilvejebringe ny viden, som skal danne grundlag for besvarelsen af hovedspørgsmålet, som kræver både juridisk og økonomisk viden for at kunne besvares.

1.5.1 Juridisk metode

I anvendelsen af den juridiske metode vil den blive udarbejdet ved hjælp af den retsdogmatiske metode.

Denne metode er den samme som domstolene anvender på juridiske problemstillinger, hvorfor metoden afspejler sig i, at man sætter sig i dommerens sted.⁴

Afhandlingens juridiske analyse bliver udført ved hjælp af at analysere gældende dansk ret samt EU-regulering, hvor EU-reguleringen er direktiver, som er implementerede i dansk ret.

En egentlig anerkendt EU-retlig metode findes ikke, men grundet EU-retlige kilders sammenspil

⁴ D. Tvarnø, Christina og Sarah Maria Denta 2018, side 53

med det nationale, er den anerkendte behandling af de EU-retlige kilder det samme som ved nationale retskilder.⁵

Den retsdogmatiske metode er derfor metoden der ligger til grund for den juridiske del af afhandlingen. Metoden kendetegnes ved, at dens formål er at udlede, hvad gældende ret er gennem systematiseringer, beskrivelser, analyser og fortolkninger.⁶

Følger man den retsdogmatiske metode, så vil en juridisk analyse blive korrekt, da enhver jurist, som følger metoden, vil anvende samme retskilder til at udlede, hvad gældende ret er på området.⁷ Jurister vil herved opnå samme resultat på grund af den samme forståelse og fortolkning.

Ved anvendelse af retsdogmatikken findes følgende retskilder: regulering, retspraksis, sædvaner og forholdets natur. Der findes i blandt disse ikke en bestemt rangorden, men en dommer vil være forpligtet til at gennemgå alle retskilderne i den opstillede rækkefølge.⁸

Inden for feltet regulering er der Grundloven, love, bekendtgørelser, forordninger, cirkulærer m.v., som følger et hierarki, hvor Grundloven er øverst efterfulgt af love, som er over bekendtgørelser og så videre. Dette kendetegnes som retskildelæren.

Afhandlingens juridiske afsnit tager sit afsæt i regulering, som i denne sammenhæng er selskabsloven⁹. Selskabsloven er afhandlingens primære retskilde, og det er blandt andet i denne, at aktionærrettighedsdirektivet er blevet implementeret i. Selskabsloven anvendes til at udlede, hvad gældende ret er for incitamentsafsløning i børsnoterede selskaber.

Udover Selskabsloven anvendes også fortolkningsbidrag i form af andre love såsom lov om finansiel virksomhed¹⁰, direktiver, forarbejder til lovene og yderligere anvendes også soft law såsom "Anbefalinger for god selskabsledelse" og "Børsens udstederregler".

I analysen indgår både objektiv og subjektiv fortolkning, hvor den objektive er, hvad der står i lovens ordlyd og den subjektive tager sit afsæt i fortolkningsbidragene, såsom forarbejderne.¹¹

⁵ Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2014, side 54

⁶ Ibid., side 31

⁷ Ibid., side 34

⁸ Ibid., side 29

⁹ Lovbekendtgørelse nr. 1089 af 14. september 2015 om aktie- og anpartsselskaber, herefter Selskabsloven

¹⁰ Lovbekendtgørelse 2019-04-24 nr. 457 om finansiel virksomhed

¹¹ Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2014, side 257

1.5.2 Økonomisk metode

I det økonomiske afsnit vil teorien omkring principal-agent-teori anvendes for at udlede adfærden mellem parterne i kontraktforhold, hvor parterne er aktionærerne og ledelsen. Teorien skal forsøge at belyse de problemer, der opstår i adskillelsen mellem kontrol og ejerskab, og hvordan disse problemer kan bekæmpes ved hjælp af de rette incitament.

Den økonomiske analyse bygger derfor på principal-agentteorien som forskningsprogram, hvor denne bygger på den neoklassiske tankegang om ligevægt og maksimering, som forsøger at finde en løsning på beslutningsproblemer under usikkerhed.¹² Analysen i principal-agent teori beror på enkelte transaktioner, hvor disse i afhandlingen fokuserer på relationen mellem aktionærerne og virksomhedsledelsen. På denne måde adskiller den sig fra det mere holistiske beslutningsperspektiv, hvor man ser på hele virksomheden, og teorien om principal-agent tager udgangspunkt i et "bytteperspektiv"¹³.

Rent metodisk er analysen bygget op på den deduktive metode, hvor denne tager sit afsæt i generelle principper, hvorved der drages en konklusion på en specifik sag.¹⁴ Kendetegnet ved denne metode er, at man ikke forsøger at skabe ny teoretisk viden, men anvender det eksisterende teoretiske grundlag.

Konkret i denne afhandling er dette i adskillelsen mellem ledelsen og kontrol, hvor der skal søges en løsning på de konflikter der opstår på baggrund af en adfærdshandling fra parterne.

Denne viden anvendes til at analysere på, hvordan problemet kan nedbringes/minimeres af aktionærerne og ledelsen. Det teoretiske udgangspunkt for teorien er, at man udformer optimale incitamentskontrakter, som skal nedbringe divergensen mellem parterne.¹⁵

1.5.3 Integreret metode:

Den integrerede metode vil behandles ud fra, hvordan juraen og økonomien i samspil med hinanden forsøger at afdække, hvordan disses tankesæt bidrager til det langsigtede aktive ejerskab. Afsnittet vil derfor indeholde en redegørelse for incitamentsaflønningsformer, og med den

¹² C. Knudsen, 1997

¹³ Ibid., side 164

¹⁴ C. Knudsen, 1997, side 54

¹⁵ Ibid., side 169

forudgående viden som er opnået gennem de forudgående afsnit, vil afhandlingen se på, hvordan integrationen fra juraen og økonomien kan bidrage til at fjerne implikationer ved udarbejdelsen af disse.

1.6 Synsvinkel

Opgavens fokus retter sig mod forholdet mellem aktionærene og ledelsen i et børsnoteret selskab. Synsvinklen er valgt ud fra, at det er disse parter, som er berørt af aktionærrettighedsdirektivets regler om incitamentsafsløning. Ledelsen bliver berørt af de nye regler, som skal tiltrædes af aktionærene, da der er sket et skub i kompetencen med de nye regler. Derfor er der i vid udstrækning fokus på, hvordan ændringerne bidrager til interessekonflikterne mellem ledelsen og aktionærernes både i det juridiske og økonomiske.

1.7 Kildekritik

Før denne afhandling begyndes, er der overvejelser, der må gøres med hensyn til brugen af kilder, som inddrages til besvarelsen af afhandlingens problemformulering.

I det juridiske afsnit er anvendt love, direktiver og forarbejder, som skal danne ramme om analysen. Til supplerung og nuancering af analysen anvendes juridiske lærebøger og artikler, som dog kan bære præg af en subjektiv fortolkning.

I det økonomiske kapitel er der brugt primære og sekundære kilder, hvor primærkilden er blevet prioriteret. De sekundære kilder i form af lærebøger indeholder teori, hvor det oftest er udledt af flere værker. Det er noteret at meget af den økonomiske teori, er baseret på amerikanske markeder og strukturer, men det antages at disse kan anvendes i en dansk kontekst. Yderligere er mange af primærkilderne af ældre dato, men de anses som værende stadig anvendelige.

Kapitel 2 – Jura

2.1 Indledning:

Den danske implementering af direktiv 2017/828 af 17. maj 2017, aktionærrettighedsdirektivet, skete den 10. juni 2019.

I nærværende kapitel vil afhandlingen med udgangspunkt i selskabsloven og dens udgåede regler, som finder anvendelse indtil næstkommende generalforsamling, angående incitamentsaflønning og aflønning af ledelsesmedlemmer analysere udgået ret samt konsekvenserne af implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet for børsnoterede selskaber.

Formålet med nærværende kapitel er indledningsvist at belyse og analysere den lovgivning, der finder anvendelse indtil næstkommende ordinære generalforsamling, hvilket vil sige generalforsamlingen 2020, hvor regnskabsåret 2019 behandles.

Dette er valgt, så der i afhandlingen skabes et overblik over, hvordan de nye regler adskiller sig, og om hensigten samt formålene med direktivet opfyldes qua implementeringen, f.eks. det aktive ejerskab, som er en af hovedteserne i direktivets præambler.

Dernæst vil selskabslovens nye relevante bestemmelser blive analyseret med det formål at udlede bestemmelsernes formål og hensigt samt konsekvenserne af implementeringen for børsnoterede selskaber.

2.2 Aflønning af ledelsesmedlemmer efter de udgåede regler

Selskabsloven¹⁶ indeholdt, forinden vedtagelsen af de nye bestemmelser, to bestemmelser der omhandlede aflønning af ledelsesmedlemmer, nemlig §§ 138 og 139. Disse to bestemmelser var begge videreførelser af den dagældende aktieselskabslovs bestemmelser, henholdsvis dennes §§ 64 og 69 b.

I de følgende afsnit vil selskabslovens bestående § 138 og den udgåede § 139 blive redegjort for og analyseret. Angående selskabslovens § 138 vil der i det følgende afsnit kun blive fokuseret på denne bestemmelses stk. 1, da bestemmelsens stk. 2 falder uden for rammer af projektets problemstilling. Hvad angår selskabsloven § 139, vil hele denne bestemmelse blive analyseret.

¹⁶ LBK nr. 1089 af 14/09/2015

2.2.1 Selskabslovens regler om aflønning – fast eller variabel

Selskabsloven § 138 er i forbindelse med implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet således ikke underlagt nogle ændringer, og § 138, stk. 1 bestemmer følgende:

”Medlemmer af et kapitalselskabs ledelse kan lønnes med fast eller variabelt vederlag. Vederlaget må ikke overstige, hvad der anses for sædvanligt efter hvervets art og arbejdets omfang, samt hvad der må anses for forsvarligt i forhold til kapitalselskabets og, i moderselskaber, koncernens økonomiske stilling.”

Bestemmelsens første sætning bestemmer, at medlemmer af et selskabs ledelse kan aflønnes med enten et fast eller variabelt vederlag. Variabelt vederlag kan vælges at udmåles som tantieme¹⁷, men da dette begreb blev efterladt ved vedtagelsen af Selskabsloven, ses der i dag ofte anvendelse af egentlige bonusordninger.¹⁸ Ved begrebet *variabelt vederlag* skal der forstås en aflønning, der fastlægges efter variable forhold som for eksempel et resultatmål.¹⁹

Bestemmelsen fastsætter endvidere et krav om, at vederlaget ikke må overstige, hvad der anses for sædvanligt efter hvervets art og omfang. I relation til dette fremgår det af forarbejderne til selskabslovens oprindelige lovforslag, at der ved denne vurdering kan tages udgangspunkt i, hvad der udbetales for tilsvarende arbejdsopgaver i sammenlignelige virksomheder. Sammenkoblet med dette, fremgår det endvidere, at vederlaget ikke må overstige, hvad der anses for forsvarligt i forhold til kapitalselskabet eller dennes koncerns økonomiske stilling. Et sådant kriterium kan betragtes som et *forsvarlighedskriterium*.

Dette betyder, at det ledelsesorgan, som ansætter ledelsesmedlemmer, skal fortage en todelt vurdering af den forslåede lønpakke. En todelt vurdering kan opdeles på følgende måde:

- (1) Vederlagt må ikke overstige, hvad der anses for værende *sædvanligt* efter hvervets art og arbejdets omfang
- (2) Vederlagt må ikke overstige, hvad der anses for værende *forsvarligt* i forhold til selskabets økonomiske stilling.

¹⁷ Tantiemer har ofte været en andel i et selskabs overskud

¹⁸ Boe, Jørgen et al 2016, side 173

¹⁹ Bemærkningerne til L170-2008-09, side 251

I den første del af vurderingen forventes det, at der foretages en rimelighedsvurdering, hvori der inddrages det relevante ledelsesmedlems bidrag og ydelse til selskabet. Rimelighedsvurderingen må falde på, at vederlagt ikke bør overstige, hvad en tilsvarende ydelse, for en person i tilsvarende stilling, rimeligt burde blive betalt.

Den anden del af vurderingen omhandler selskabet selv, og dets økonomiske forhold. Essensen af denne bestemmelse er, at det må anses som værende uforsvarligt at præstere et vederlag, der er større end, hvad selskabet har råd til, eller hvad der økonomisk kan forsvares. Ansvar for, at aflønningen overholder denne bestemmelse, bæres af det ledelsesorgan, som ansætter det omhandlende ledelsesmedlem, hvad end der er tale om bestyrelsen eller tilsynsrådet. Dette ansvar står i forhold til selskabets generalforsamling.²⁰

Selskabslovens § 138, stk. 1 må derfor betragtes som en rammebestemmelse, der opsætter de ydre rammer for kapitalsekskabers aflønning af ledelsesmedlemmer, hvori selskabets øverste ledelsesorgan har mulighed for at tilpasse lønpakken efter behov.

2.1.2 Selskabslovens udgåede regel om retningslinjer for incitamentsaflønning

Selskabslovens § 139, stk. 1 bestemte følgende:

”Inden et aktieselskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, indgår en konkret aftale om incitamentsaflønning af et medlem af selskabets ledelse, skal kapitalsekskabets øverste ledelsesorgan have fastsat overordnede retningslinjer for kapitalsekskabets incitamentsaflønning af kapitalsekskabets ledelse. Retningslinjerne skal være behandlet og godkendt på kapitalsekskabets generalforsamling.”

Betydningen af denne bestemmelse var således, at det øverste ledelsesorgan i et kapitalsekskab, skulle fastsætte overordnede retningslinjer for selskabets incitamentsaflønning af selskabets ledelse, inden en konkret aftale om incitamentsaflønning kunne indgås med et medlem af selskabets ledelse.²¹ Det kan ud fra dette udledes, at der i bestemmelsen sondres mellem de enkelte konkrete aftaler angående incitamentsaflønning, og de overordnede retningslinjer for netop incitamentsaflønningen af selskabets ledelse. Retsvirkningen af bestemmelsens stk. 1 måtte derfor

²⁰ Bemærkningerne til L170-2008-09, side 251

²¹ Ibid.

være, at de omfattede selskabers øverste ledelsesorgan, ikke kunne indgå aftaler om incitamentsaf lønning uden generalforsamlingens godkendelse af retningslinjerne. Retningslinjerne, såfremt disse var godkendt af generalforsamlingen og deres overordnede karakter, betød dog, at selskabets øverste ledelsesorgan stadig var tildelt en vis margin inden for hvilken, der var plads til at påvirke aftaler om incitamentsaf lønning, således at det øverste ledelsesorgan ikke i denne sammenhæng var frataget hele deres mulighed for at forhandle.

Selskabslovens anvendelsesområde omfatter samtlige aktie- og anpartsselskaber, jf. selskabsloven § 1, stk. 1. Anvendelsesområdet for selskabslovens udgåede § 139 var indsnævret således at kredsen af omfattede selskaber kun omfattede aktieselskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked. Hvad der konkret skal forstås ved begrebet *reguleret marked*, er hverken defineret i selskabsloven eller forarbejderne til denne. En forholdsvis uddybende definition af begrebet kunne, forinden kapitalmarkedsloven trådte i kraft, findes i værdipapirhandelslovens § 16, stk. 1. Den gældende definition af begrebet findes i dag i kapitalmarkedslovens § 3, nr. 2 og har følgende ordlyd:

”Reguleret marked: Et multilateralt system, jf. nr. 1, der drives i overensstemmelse med reglerne i kapitel 12-14, 22 og 23.”

I forarbejderne til Kapitalmarkedsloven er denne definition ikke nærmere uddybet. Dog fremgår det af samme forarbejder, at bestemmelsen gennemfører artikel 4, stk. 1, nr. 21 i MiFID 2, og at der til trods for forskellen i ordlyden, ikke er nogen indholdsmæssig forskel mellem definitionen i kapitalmarkedsloven § 3, nr. 2 og MiFID 2 artikel 4, stk. 1, nr. 21.²² MiFID 2’s definition på et reguleret marked lyder som følgende:

»reguleret marked«: et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som — inden for systemet og under iagttagelse af faste regler — sætter forskellige tredjeparters købs- og salgssinteresser i finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller beforder dette på en sådan måde, at det medfører indgåelse af en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds

²² Bemærkningerne til L 155, 15. marts 2017, side 87

regler og/eller systemer, og som er meddelt tilladelse og fungerer efter forskrifterne samt afsnit III i dette direktiv.²³

Tidligere i dansk ret, var et reguleret marked kendt som en *fondsbørs*. Begrebet fondsbørs anvendes stadig i dag, om end sjældent, som det for eksempel kan ses i kapitalmarkedslovens § 61, stk. 1.

Nasdaq Copenhagen A/S bliver stadig ofte omtalt som *Københavns Fondsbørs*, hvilket ikke er en forkert betegnelse. Nasdaq Copenhagen A/S er i dag det eneste regulerede marked i Danmark, tidligere fandtes også et reguleret marked drevet af Dansk Autoriseret Markedsplads (Dansk AMP), indtil dette skiftede navn til GXG Markets og efterfølgende i 2015 ophørte.²⁴

I selskabslovens dagældende § 139, stk. 1 var det endvidere fastsat, at det var kapital­selskabets øverste ledelsesorgan, der skulle fastsætte de overordnede retningslinjer for kapital­selskabets incitamentsaf­lønning af kapital­selskabets ledelse. Hvad der skal forstås ved et kapital­selskabs øverste ledelsesorgan, afhænger af den ledelsesstruktur, kapital­selskabet gør brug af.

I nyere selskabsret skelnes der mellem det *øverste* ledelsesorgan og det *centrale* ledelsesorgan. Det centrale ledelsesorgan er det organ, der hovedsagligt besidder de eksekutive kompetencer og det øverste ledelsesorgan, er det organ, der er nærmest generalforsamlingen.²⁵

Selskabsloven kapitel 7, nærmere bestemt dennes § 111, omhandler kapital­selskabers valg af ledelsesstruktur. Begrebet *øverste ledelsesorgan* er i selskabslovens § 5, nr. 5, litra a, b²⁶ og c defineret således²⁷:

- a) Bestyrelsen i selskaber, der har en direktion og bestyrelse, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 1
- b) Direktionen i selskaber, der alene har en direktion, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2
- c) Tilsynsrådet i selskaber, der både har en direktion, og et tilsynsråd, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2

Selskabslovens dagældende § 139 vedrørte kun retningslinjer for incitamentsaf­lønning, der er rettet mod kapital­selskabets ledelse. Dette betød således, at tildeles der i et kapital­selskab

²³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU – 15. maj 2014 (MiFID 2), side 11

²⁴ Lau Hansen 2018, side 125

²⁵ Ibid., side 323

²⁶ SL § 5, nr. 5, litra b) er dog ikke relevant, fordi denne ledelsesstruktur kun er gældende for anpartsselskaber

²⁷ Friis Hansen et al, 2014, side 521

incitaments aflønning til andre ledende medarbejdere, eller nøglemedarbejder, ville disse personer ikke være omfattet af bestemmelsen.²⁸ Det afgørende element i vurderingen af, hvorvidt et ledelsesmedlem var omfattet af bestemmelsen var, om det pågældende ledelsesmedlem var selskabsmeldt til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Dog gjaldt det for det øverste ledelsesorgan, at enhver incitaments aflønning af medlemmer deraf ville være omfattet af bestemmelsen.²⁹

Bestemmelsen betød også, at såfremt et kapital selskab indgik i et koncernforhold, og et medlem af dets øverste ledelsesorgan på samme tid var medlem af et datterselskabs øverste ledelsesorgan, skulle incitaments aflønningen af ledelsesmedlemmet, både i moderselskab og datterselskabet, følge de i moderselskabets fastsatte retningslinjer for incitaments aflønning. Modsætningsvist gjaldt det, hvis et medlem af direktionen af et datterselskab til et noteret kapital selskab, ikke var medlem af enten direktionen eller det øverste ledelsesorgan i moderselskabet, at pågældende ledelsesmedlems incitaments aflønning ikke skulle følge de i moderselskabet fastlagte retningslinjer.³⁰

Begrebet *incitaments aflønning* var i bestemmelsen anvendt som betegnelse for de vederlagsformer, der var omfattet af bestemmelsen. En nærmere beskrivelse af, hvilke typer vederlag der er omfattet af begrebet, er dog hverken defineret i selve bestemmelsen eller andre steder i selskabsloven. For at komme nærmere på en sådan definition, er man nødt til at kigge i bemærkningerne til lovforslaget.³¹ Heri fremgår det, at begrebet incitaments aflønning omfatter enhver variable aflønning. Dette skal forstås på den måde, at begrebet ikke er begrænset til kun at omfatte aktiebaseret aflønning, såsom aktieoptioner, tegningsrettigheder (warrants) eller fantomaktier. Begrebet dækker derimod også over ikke-aktiebaseret bonusordninger, resultatkontrakter og andre lignende instrumenter, hvor kendetegnet er, at den endelig aflønning ikke kendes på forhånd. Fast løn, uanset størrelsen af denne, er dog ikke omfattet.

²⁸ Bemærkningerne til L170-2008-09, side 253

²⁹ Peer Schaumburg-Müller et al, 2010, side 623

³⁰ Bemærkningerne til L170-2008-09, side 253

³¹ Ibid., side 252

Retningslinjerne, som endeligt skulle vedtages af generalforsamlingen, var heller ikke i hverken bestemmelsen eller selskabsloven nærmere beskrevet. De indholdsmæssige krav til disse retningslinjer fremgik dog af bemærkningerne til lovforslaget.³² Heri var det fastslået, at det i retningslinjerne tydeligt skulle fremgå, efter hvilke principper aftaler om incitamentsafløbningen af kapitalselskabets ledelse kunne indgås.

I bemærkningerne fremgik også en række indholdsmæssige minimumskrav, som burde fremgå af retningslinjerne:

- *Hvem der kan tildeles incitamentsafløbning*
- *Hvilke ydelser der kan indgå i incitamentsafløbningen*
- *Hvad hovedbetingelserne for ydelsernes tildeling er*
- *Den anslåede nutidsværdi af incitamentsafløbningen, og hvad det tidsmæssige perspektiv i incitamentsafløbningen må være, herunder eventuelle frister for udøvelse af optioner*

Bemærkningerne nævnte også, at såfremt incitamentsafløbningen indeholdt aktieoptioner, var det endvidere relevant at oplyse, hvordan kapitalselskabet ville tilvejebringe de nødvendige aktier for at opfylde en sådan aftale om incitamentsafløbning.

Kravene, der blev stillet til retningslinjerne gennem bemærkningerne til lovforslaget, var henholdsvis klare og uklare. I og med, at *minimumskravene* blev stillet som en række krav der blot "bør" fremgå af retningslinjerne, blev der her efterladt et råderum for kapitalselskabets øverste ledelsesorgan til at opfylde de omtalte minimumskrav på en alternativ måde. En modsætning til en sådan formulering kunne findes senere i selv samme bemærkning, hvor følgende stod skrevet: "*Beregningen af den forventede værdi, som skal indgå i de generelle retningslinjer...*"³³

Denne formulering, som også vedrører de indholdsmæssige krav til retningslinjerne, er en skarpere formulering end den før nævnte. For at få en bedre forståelse af kravene til retningslinjerne, er det i særlig grad relevant at inddrage selve formålet med bestemmelsen.

Formålet med bestemmelsen var, at børsnoterede selskaber skulle fastlægge retningslinjer for incitamentsafløbning for på den måde at give aktionærene nogle klare oplysninger at forholde sig

³² Bemærkningerne til L170-2008-09, side 252

³³ Ibid., side 253

til, og på samme tid skabe større åbenhed. Selve bestemmelsens ordlyd bidrager dog ikke til at fremme denne forståelse.

Konkluderende må kravene til indholdet af retningslinjerne skulle forstås på den måde, at der forventes en indholdsmæssig kvalitet af en sådan grad, at det var muligt for den gennemsnitlige aktionær at forstå og forholde sig til det børsnoterede selskabs incitamentsafløjning af ledelsen, for at kunne træffe en investeringsbeslutning på baggrund af et oplyst grundlag.

I og med samtlige kapitalselskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads i EU, skal anvende de internationale regnskabsstandarder for deres koncernregnskaber, International Financial Reporting Standards (IFRS), bliver der skabt et samspil mellem regnskabsreglerne og retningslinjerne til gavn for aktionærene. Som gennemgået ovenfor, var det blandt andet en retsvirkning af den udgående SEL § 139, at retningslinjerne og de dertilhørende oplysninger skulle gives til aktionærene *inden* ledelsen blev tildelt incitamentsafløjning. Regnskabsreglerne, IFRS, viser aktionærene den faktiske disposition *efter* tildelingen af incitamentsafløjning til ledelsen.

Gennem dette samspil, blev det således muligt for aktionærene at observere, om kapitalselskabets øverste ledelsesorgan faktisk overholdte de vedtagne retningslinjer.³⁴

I Selskabslovens udgåede § 139, stk. 1, 2. pkt. fremgik det, at retningslinjerne skulle være behandlet og godkendt på aktieselskabets generalforsamling. Dette betød, at kapitalselskabets øverste ledelsesorgans forslag til de overordnede retningslinjer for kapitalselskabets incitamentsafløjning af selskabets ledelse, både skulle behandles og godkendes som et selvstændigt punkt på generalforsamlingens dagsorden.³⁵ Når der til en generalforsamling afholdes afstemning vedrørende et punkt på dagsordenen, skal der tagets stilling til, med hvilken majoritet et sådant punkt skal vedtages.

Udgangspunktet er her, at et forslag anses for værende gyldigt vedtaget på generalforsamlingen, såfremt det ved afstemningen har opnået simpelt flertal, jf. selskabsloven § 105, 1. pkt. Angående

³⁴ Bemærkningerne til L170-2008-09, side 253

³⁵ Ibid., side 254

vedtagelseskravene til bestemmelsen, var det samme udgangspunkt anført i bemærkningerne til Selskabslovens udgåede § 139.³⁶

2.1.3 Selskabslovens udgåede regel om vedtægtsbestemmelser mht. incitamentsaflønnning
Selskabslovens udgåede § 139, stk. 2 bestemte følgende:

”Hvis generalforsamlingen har godkendt retningslinjer for kapitalsekskabets incitamentsaflønnning af kapitalsekskabets ledelse, jf. stk. 1, skal der i kapitalsekskabets vedtægter optages en bestemmelse, der oplyser, at der er vedtaget sådanne retningslinjer. Bestemmelsens optagelse i vedtægterne kræver ikke særskilt vedtagelse på generalforsamlingen. Retningslinjerne skal efter godkendelsen på generalforsamlingen hurtigst muligt offentliggøres på kapitalsekskabets hjemmeside med angivelse af, hvornår generalforsamlingen har godkendt retningslinjerne.”

Retsvirkningen af bestemmelsens stk. 2 betød således, at såfremt der ved generalforsamlingen var blevet godkendt retningslinjer for kapitalsekskabets incitamentsaflønnning af sekskabets ledelse, skulle der optages en bestemmelse angående dette i sekskabets vedtægter. Den i vedtægten optaget bestemmelse skulle oplyse, at der i sekskabet var vedtaget retningslinjer for incitamentsaflønnning. Formålet med sekskabslovens § 139, stk. 2, 1. pkt. er kort beskrevet i kommentarerne til bestemmelsen i lovforslaget til sekskabsloven³⁷. Heri fremgår det blandt andet, at der sigtes efter at give nuværende såvel som potentielle fremtidige investorer og andre interessenter, via sekskabets vedtægter, oplysninger om hvorvidt sekskabet har godkendt og vedtaget sådanne retningslinjer. Bestemmelsens stk. 2, 3. pkt. fastslog endvidere, at efter generalforsamlingen havde godkendt retningslinjerne, skulle disse offentliggøres på sekskabets hjemmeside hurtigst muligt - inklusiv en angivelse af, hvornår generalforsamlingen havde godkendt retningslinjerne. Formålet med, at kapitalsekskaber skal offentliggøre deres retningslinjer på sekskabets hjemmeside, er at skabe offentlighed omkring retningslinjerne. Dette gavner både nuværende og potentielle fremtidige investorer på den måde, at den information, hvorpå de bygger deres investeringsgrundlag, bliver dybere og bedre. Angivelse af, hvornår retningslinjerne er blevet godkendt af generalforsamlingen sikrer, at retningslinjerne der fremgår af sekskabets hjemmeside, er de gældende, godkendte retningslinjer.

³⁶ Bemærkninger til L170-2008-09, side 254

³⁷ Ibid., side 254

I forhold til tidspunktet for offentliggørelse af de overordnede retningslinjer, fremgik det af bestemmelsen blot, at dette skulle ske *hurtigst muligt*. Hverken lovteksten eller forarbejderne dertil, giver nogen nærmere redegørelse for, hvordan denne frist skal forstås. Af forarbejderne fremgår det dog, at begrebet "*hurtigst muligt*" er indført i forbindelse med en ensretning af sprogbrugen i selskabsloven, således at fristen for offentliggørelse er ændret fra "*uden ugrundet ophold*" til den nuværende formulering. Denne ændring er dog foretaget uden en tilsigtet ændring af det materielle indhold.³⁸

2.1.4 Selskabslovens udgåede regel om aftaleindgåelse

Selskabslovens udgåede § 139, stk. 3 bestemte følgende:

"Konkrete aftaler om incitamentsafløbning, jf. stk. 1, kan tidligst indgås, dagen efter at de gældende, godkendte retningslinjer er offentliggjort på kapitalselskabets hjemmeside, jf. stk. 2. Ved indgåelse af konkrete incitamentsaftaler skal de gældende, godkendte retningslinjer overholdes."

Konsekvenserne af bestemmelsens stk. 3 var, at et kapitalselskab ikke kunne indgå konkrete aftaler om incitamentsafløbning før, de godkendte retningslinjer var blevet gjort offentlig tilgængelig på selskabets hjemmeside, samt at de godkendte retningslinjer skulle overholdes ved indgåelse af aftale om incitamentsafløbning.

Dette må derfor betyde, at såfremt et aktieselskab indgik en aftale om incitamentsafløbning tidligere end det foreskrevne, må en sådan aftale på baggrund af ovenstående samt almindelige aftaleretlige principper anses som værende ugyldig. Dette gælder altså både det tidsmæssige element, men også aftalens materielle indhold, i og med denne skal overholde de gældende, godkendte retningslinjer.³⁹

2.1.5 Selskabslovens udgåede regel om forlængelse eller ændringer i aftaler om incitamentsafløbning

Selskabslovens udgåede § 139, stk. 4 bestemmer følgende:

³⁸ Bemærkningerne til L170-2008-09, side 254

³⁹ Ibid.

”Stk. 1-3 finder tilsvarende anvendelse på aftaler om forlængelse af eller ændringer i eksisterende konkrete aftaler om incitamentsaflønnning af medlemmer af kapitalsekskabets ledelse.”

Betydningen af selskabslovens § 139, stk. 4 var således, at aftaler om forlængelse eller ændringer i eksisterende konkrete aftaler om incitamentsaflønnning, skulle betragtes som værende en ny aftale. Dette betød, at reglerne i selskabslovens gamle § 139, stk. 1- 3 fandt anvendelse på aftaler om forlængelse eller ændringer af tidligere indgåede aftaler. Dog var redaktionelle eller formelle ændringer i en eksisterende aftale om incitamentsaflønnning ikke omfattet af bestemmelsen.⁴⁰

Selskabslovens § 138 betyder for danske børsnoterede selskaber, at der i forbindelse med ledelsesmedlemmers aflønning, skal gøres brug af en helhedsvurdering i den endelige vurdering af aflønningsforholdene. Incitamentsaflønnings størrelse må ikke overstige, hvad der anses for værende sædvanligt efter hvervets omfang og art, eller hvad der anses for værende forsvarligt i forhold til selskabets økonomiske stilling. Sædvanlighedselementet i vurderingen må dog betragtes som værende vidtspændende i og med, det for det første er en forholdsvis bred formulering, og dernæst fordi hvad der er *sædvanligt*, kan variere meget i forhold til selskaberne selv, men også i forhold til branche standarder og kutymer.

Selskabslovens gamle § 139 bidrog med udfordringer. Dette angår især retningslinjerne og det materielle indhold af disse. Problemet heri var, at der hverken i lovtæksten eller forarbejderne til sammen, indgik nogen nærmere beskrivelse af, hvad de overordnede retningslinjer reelt skulle indeholde. Dette hænger dog formentlig sammen med det faktum, at selskabslovens gamle § 139 omfatter enhver form for variable incitamentsaflønnning, og derfor var bestemmelsen nødt til at favne bredt.

At bestemmelsen favner bredt, betød endvidere, at det for selskaberne var muligt at strukturere deres retningslinjer for incitamentsaflønnning af ledelsen bredt og overordnet. Dette resulterede i, afhængigt af hvorledes sådanne retningslinjer formuleres, en mulighed for selskabernes ledelse til at udnytte dette og give sig selv et større råderum, i hvert fald hvad angik lønforhandlinger, eller større fleksibilitet i forbindelse med tilpasning af selskabet i forhold til lokale eller globale

⁴⁰ Bemærkningerne til L170-2008-09, side 254

konjunkturer.

Dog havde dette en bagside af medaljen – hensynet til aktionærene. Hvis et kapitalselskab valgte at udforme deres retningslinjer for incitamentsafløgning overordnet eller bredt, og disse blev vedtaget af generalforsamlingen, ville den information, som aktionærene ville kunne udlede af sådanne overordnede eller brede retningslinjer, være minimal.

Som beskrevet tidligere i analysen, måtte det forventes at de overordnede retningslinjer var af en sådan indholdsmæssig kvalitet, at de reelt bidrog til at øge aktionærernes forståelse. Dette potentielle udfald stemmer ikke videre overens med bestemmelsens formål, der som nævnt søger at styrke både gennemsigtighed og åbenheden overfor aktionærene.

Det modsatte ville også kunne gøres sig gældende, i den forstand at selskaberne valgte at strukturere deres retningslinjer angående incitamentsafløgning mere snævert. Dette ville resultere i, at selskabernes ledelses råderum i forhold til lønforhandlinger eller omstillingsparathed i forbindelse med konjunktursvingninger, vil blive forringet. Det kunne tænkes, at der kunne opstå situationer, hvor selskabets ledelse var nødt til at foretage ændringer i selskabets incitamentsafløgningen, som ikke vil kunne overholde de godkendte retningslinjer, og hvor en tilpasning af retningslinjerne vil være en for langsommelig proces. Snævre retningslinjer vil give aktionærene et bedre billede af den faktiske incitamentsafløgning i selskabet.

For de omfattede selskaber lod det til, at nøgleordet var balance. Selskabets interesse og derfor aktionærernes interesse lå i at skabe nogle retningslinjer for incitamentsafløgning, som ikke opstillede forhindringer for selskabet selv.

2.2 Nasdaq Copenhagen – Regler for udstedere af aktier

Nasdaq Copenhagens *Regler for udstedere af aktier*⁴¹ indeholder de betingelser, der skal opfyldes, for at et kapitalselskab kan få dets aktier optaget til handel på Nasdaq Copenhagen. Reglerne, der er fastsat af Nasdaq Copenhagen, tager udgangspunkt i Kapitalmarkedslovens § 75⁴² som foreskriver, at en operatør af et reguleret marked skal have klare regler for optagelse af finansielle instrumenter til handel på det regulerede marked. Det overordnede formål med reglerne er at sikre, at finansielle instrumenter handles på en redelig, velordnet og effektiv måde.⁴³

⁴¹ Regler for udsteder af aktier vil fremadrettet blive anført som "Reglerne 2018"

⁴² Lovbekendtgørelse 2018-01-08 nr. 12 om kapitalmarkeder

⁴³ Reglerne 2018, side 4

I de følgende afsnit vil der blive analyseret og redegjort for Nasdaq Copenhagens udstederregler. Det er dog ikke alle reglernes punkter, der er relevante i forbindelse med denne analyse, hvorfor der hovedsagligt vil blive fokuseret på reglernes punkt 3.3.10 (aktiebaserede aflønningsprogrammer), 2.5 (Corporate Governance) og 4.1 (Anbefalingerne for god selskabsledelse). Reglernes punkt 3.3.10 regulerer udstedernes oplysningsforpligtelser til markedet og børsen, og reglernes punkt 2.5 og 4.1 der vedrører Corporate Governance, skal ses som et supplement til lovgivningens regler.⁴⁴ Fordi reglernes punkt 2.5. og 4.1 er sammenfaldende, vil disse punkter blive behandlet samlet.

Den 1. juli 2019 opdaterede Nasdaq Copenhagen således deres udstederregler, i forbindelse med ikrafttrædelsen af selskabslovens nye ledelses aflønningsregler. Opdateringerne er af begrænset omfang, og det ses, at der i relation til de nedenstående behandlede regler, ikke er sket nogle indholdsmæssige ændringer. Det er dog værd at bemærke, at reglen vedrørende transaktioner mellem nærtstående parter er helt udtaget fra reglerne. Dette er formentlig gjort fordi reglen efter ikrafttrædelsen af selskabslovens nye ledelses aflønningsregler måtte anses som overflødig.

2.2.1 Reglernes punkt 3.3.10 – Aktiebaserede aflønningsprogrammer

Reglernes punkt 3.3.10 kan betragtes som værende en direkte regulering af børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelse i forbindelse med indføringen af et aktiebaseret aflønningsprogram.

Reglernes punkt 3.3.10 bestemmer følgende:

”En udsteder skal offentliggøre enhver beslutning om at indføre aktie-baserede aflønnings-programmer. Meddelelsen skal indeholde oplysninger om de væsentligste betingelser for programmet.”

Reglen har den betydning, at så snart et kapital selskab har truffet beslutning om at indføre et aktiebaseret aflønningsprogram, skal dette offentliggøres. Hvornår helt præcist dette tidspunkt indtræder, forekommer noget uklart. I indledningen til reglerne står der beskrevet, at reglerne for det meste efterfølges af en vejledende tekst⁴⁵, dette er også tilfældet for punkt 3.3.10, men denne vejledende tekst yder dog ikke noget bidrag til fortolkningen heraf. På baggrund af en ordlydsfortolkning af ”beslutning om at indføre” kan det udledes, at denne beslutning først er truffet, når

⁴⁴ Reglerne 2018, side 4

⁴⁵ Ibid.

selskabets øverste ledelsesorgan har indgået en konkret aftale om et aktiebaseret incitamentsaf-lønningsprogram. Eftersom selskabslovens § 139, stk. 1 blot medfører, at selskabet forinden indgå-else af en konkret aftale om incitamentsaf lønning, skal have fastsat retningslinjer herfor, betyder dette dog ikke, at selskabets øverste ledelsesorgan straks efter vedtagelsen af disse skal indgå en eller flere konkrete aftaler om incitamentsaf lønning. Retningslinjerne sætter rammerne for selve aftalen og åbner herefter op for muligheden for at indgå konkrete aftaler på baggrund af selve ret-ningslinjerne. Dette må derfor også betyde, at selskabet efter udstederreglernes punkt 3.3.10 skal offentliggøre beslutningen om indførelse af aktiebaserede incitamentsaf lønningsprogrammer, når beslutningen er truffet af selskabets øverste ledelsesorgan.

Det fremgår endvidere af den vejledende tekst, at oplysningerne skal give investorerne informa-tion om incitamentet for ledelsen og medarbejderne samt om aflønningsprogrammernes udvan-dingseffekt og dermed bidrage til investorernes forståelse af de potentielle forpligtelser forbundet med sådanne programmer.⁴⁶ Dette står som en yderst klar indikator for, hvilken personkreds be-skyttelseshensynet henvender sig til, nemlig investorerne. Investorerne kan forstås som det en-kelte selskabs investorer, altså aktionærene, men også markedet som helhed, idet potentielle in-vestorer også vil få gavn af sådanne oplysninger i forbindelse med udarbejdelsen af en investe-ringsstrategi.

Denne oplysningsforpligtelse adskiller sig fra oplysningsforpligtelsen i selskabslovens § 139, idet selskaber efter selskabslovens § 139 skal indføre en bestemmelse i deres vedtægter om, at der i selskabet er vedtaget overordnede retningslinjer for incitamentsaf lønning.

For at læse selve retningslinjerne er interesserede aktionærer eller potentielle aktionærer nødt til at gå til selskabets hjemmeside for at finde nærmere oplysninger om retningslinjerne. Ifølge reg-lernes punkt 3.1 og den vejledende tekst dertil⁴⁷ skal oplysningerne offentliggøres på en måde "*der giver offentligheden hurtig adgang og mulighed for komplet, korrekt og rettidig vurdering af oplysnin-gerne.*" Derudover skal oplysningerne, af overvågningshensyn, indsendes til børsen senest samtidig med offentliggørelsen på den af børsen anførte måde.⁴⁸ Den væsentligste forskel på de to oplys-ningsforpligtelser er tilgængeligheden. Ifølge udstederreglerne skal de omfattede selskaber offent-liggøre deres beslutning angående incitamentsaf lønning for markedet, men ifølge selskabslovens §

⁴⁶ Reglerne 2018, side 31

⁴⁷ Ibid., side 25

⁴⁸ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2012, side 405

139, skal aktionærer og andre interessenter selv opsøge information omkring incitamentsaflønning – formentlig på selskabets egen hjemmeside.

Eftersom det i reglen fremgår, at en udsteder skal offentliggøre *enhver* beslutning, om at indføre aktiebaserede aflønningsprogrammer, må det på baggrund af en ordlydsfortolkning betyde, at reglen gælder for enhver beslutning, der resulterer i en materiel ændring af forholdene, og ikke blot for beslutninger om at *indføre* aktiebaserede aflønningsprogrammer. Brugen af *enhver* betyder, at hver gang der i et selskab træffes en beslutning, som vil resultere i en materiel ændring af de eksisterende aktiebaserede aflønningsprogrammer, skal dette offentliggøres. Dette hænger godt sammen med formålene bag reglen, idet investorernes interesser vil blive varetaget hver gang, der foretages en ændring, da dette skal offentliggøres.

I modsætning til selskabslovens § 139, gælder denne regel udelukkende for aktiebaserede aflønningsprogrammer. Hvad der skal forstås ved aktiebaserede aflønningsprogrammer, er nærmere defineret i den vejledende tekst til reglen: *”Aktiebaseret aflønning betyder her ethvert incitamentsprogram, hvor deltagerne modtager aktier, finansielle instrumenter, der giver ret til aktier, andre finansielle instrumenter, hvor værdien er baseret på aktiekursen, syntetiske programmer, hvor kontantafvikling baseres på aktiekursen, eller andre lignende programmer.”* Denne regel afviger fra selskabslovens § 139 på den måde, at sidstnævnte, som skrevet i afsnit 3.1.2, omfatter enhver form for variabel aflønning inklusiv ikke-aktiebaserede bonusordninger og resultatkontrakter m.m.

Ifølge reglens 2. pkt. skal meddelelsen endvidere indeholde oplysninger om de væsentligste betingelser for programmet. I den vejledende tekst til reglen, fremgår det i punktform hvilke oplysninger, en meddelelse vedrørende aktie-baserede aflønningsprogrammer *normalt* skal indeholde:⁴⁹

- Hvilke typer af aktiebaseret aflønning, der er omfattet af programmerne;
- Hvilken personkreds, der er omfattet af programmerne;
- Tidshorisont for aflønningsprogrammerne;
- Det totale antal aktier i programmerne;
- Hvilke målsætninger og principper, der lægges til grund for tildelingen af den aktie-baserede aflønning;
- Udnyttelsesprisen;
- Hvilke konkrete betingelser, der skal være opfyldt; og

⁴⁹ Reglerne 2018, side 31

- Den teoretiske markedsværdi af den aktie-baserede aflønning, herunder en beskrivelse af hvorledes markedsværdien er opgjort og de væsentligste forudsætninger herfor.

Derudover fremgår det ligeledes af den vejledende tekst, at oplysninger om *"Personkreds, der er omfattet af programmer"* kan være en generel henvisning til grupper såsom bestyrelsen, direktionen, den samlede medarbejderstab mv.⁵⁰

Sammenlignet med oplysningsforpligtelsen i selskabslovens § 139 forholder det sig således, at reglernes pkt. 3.3.10 vedrører beslutninger, der allerede er truffet, hvorimod selskabslovens § 139 vedrører tiden inden, der indgås konkrete aftaler om incitamentsaflønning. Til trods for, at oplysningsforpligtelserne begge relaterer sig til incitamentsaflønning, er forpligtelserne indholdsmæssigt forskellige. De adskiller sig ved de omfattede vederlagsformer, hvor udstederreglerne udelukkende gælder for aktiebaserede aflønningsprogrammer, og selskabslovens § 139 omfatter enhver form for variabel aflønning. Den manglende ensretning kan undre, men kan formentlig også forklares med det faktum, at udstederreglerne ikke er en egentlig lov, men blot Nasdaq Copenhagens egne betingelser for at blive optaget til handel.

Til trods for at reglerne i forhold til hvilke vederlagsformer, der er omfattede, er mere snæver end selskabslovens § 139, er oplysningsforpligtelserne i reglerne generelt mere konkrete.

Eksempelvis, som nævnt tidligere, fremstår minimumskravene til den indholdsmæssige del af retningslinjerne uklare eller vagt beskrevet. På dette punkt er reglerne mere beskrivende. Som nævnt ovenfor fremgår det blandt andet, at det er normalt i meddelelsen at inkludere det totale antal aktier, udnyttelsesprisen og hvilke målsætninger og principper, der lægges til grund for tildelingen m.m. Dette er endvidere med til at give reglernes oplysningsforpligtelser et "vejledningselement", i den forstand at kapitalselskaber og deres øverste ledelsesorganer med fordel, kan gå til disses vejledninger for få at idéer til, hvad retningslinjerne blandt andet kan indeholde.

2.2.2 Reglernes punkt 2.5 og 4.1 – Corporate governance og Anbefalinger for god selskabsledelse

Reglernes punkt 2.5 bestemmer følgende:

"Udsteder skal i overensstemmelse med lokal praksis offentliggøre sin stillingtagen til de Corporate Governance-regler, som gælder inden for det retssystem, hvor udsteder har hjemsted. Hvis der ikke er opstillet

⁵⁰ Reglerne 2018, side 32

*Corporate Governance-regler i udsteders hjemland, skal udsteder anvende de Corporate Governance-regler, som gælder på børsen.”*⁵¹

Hvilke Corporate Governance regler der henvises til, for selskaber med hjemsted i Danmark, er de af Komitéen for god selskabsledelse udarbejdede anbefalinger; Anbefalinger for god Selskabsledelse⁵².

Hvad angår reglernes punkt 4.1, bestemmer disse følgende:

*”Danske selskaber skal give en redegørelse for, hvorledes de forholder sig til de af Komitéen for god Selskabsledelse udarbejdede anbefalinger for god Selskabsledelse af 23. november 2017. Selskaberne skal anvende ”følg eller forklar ”-princippet ved udarbejdelsen af redegørelsen.”*⁵³

Reglen betyder, at selskaberne skal forholde sig til de af Komitéen udarbejdede anbefalinger. Endvidere skal selskaberne på baggrund af regnskabslovgivningen, enten i deres årsrapport eller på deres hjemmeside, medtage en redegørelse af selskabets virksomhedsledelse med udgangspunkt i anbefalingerne, og under følg eller forklar-princippet.

Følg eller forklar-princippet betyder, at selskaberne enten skal følge anbefalingerne, eller forklare hvorfor disse ikke følges enten helt eller delvist. Af den vejledende tekst til punkt 4.1 fremgår det, at inddragelsen af anbefalingerne i reglerne ikke skal være udgangspunktet for det enkelte selskab. Det er gennemsigtigheden omkring selskabernes ledelsesstruktur, der er det afgørende element. Følg eller forklar-princippet lægger endvidere op til, at det er op til selskaberne selv at vurdere, hvorvidt det ønskes af følge anbefalingerne og i så fald i hvilket omfang. Helt konkret, skal selskaberne forholde sig til hvert enkelt punkt i anbefalingerne, og dermed angive hvilke anbefalinger der følges, hvilke der ikke følges og årsagen til dette.

Reglerne gennemgås udbydende nedenfor.

2.3 Anbefalinger for god selskabsledelse

Anbefalingerne for god selskabsledelse er udarbejdet på baggrund af Nørby-udvalgets anbefalinger fra 2001. Anbefalingerne er oprindeligt fra 15. august 2005, men er løbende blevet opdateret, og den seneste udgave er fra 23. november 2017. Anbefalingerne er betegnet som ”best practice”

⁵¹ Reglerne 2018, side 15

⁵² Anbefalinger for god selskabsledelse vil herefter blive betegnet ”Anbefalingerne”

⁵³ Reglerne 2018, side 36

på området, og hører under betegnelsen "soft law". At anbefalingerne er "soft law" betyder, at hvis et selskab ikke vælger at følge anbefalingerne, er der ikke tale om et decideret lovbrud. Anbefalingerne er retningslinjer for "best practice" for ledelse af selskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked i Danmark, herunder Nasdaq Copenhagen A/S. Ifølge forordet til anbefalingerne, skal disse anbefalinger ses i sammenhæng med de krav som stilles i lovgivningen, i særdeleshed selskabsloven og årsregnskabsloven, samt den EU-retlige selskabslovgivning og OECD's Principles of Corporate Governance mv.⁵⁴ Det fremgår endvidere i forordet, at formålet med anbefalingerne er, både at sikre tillid til selskaberne og at sikre, at investorerne får indsigt i selskaberne og forståelse for selskabernes potentiale. Hensynene bag anbefalingerne er altså en blanding mellem hensynet til markedet som helhed og investorerne. Det er udgangspunktet med anbefalingerne, at selskaberne følger dem. Men lige som Børsens udstederregler, gælder det for anbefalingerne, at disse er omfattet af "følg eller forklar-princippet", og at selskaber derfor skal forholde sig til hvert enkelt punkt i anbefalingerne, og der ud fra at angive en forklaring på, hvorfor de enkelte selskaber vælger ikke at følge et eller flere punkter i anbefalingerne. Den seneste udgave af anbefalingerne blev revideret i 2017, på baggrund af dialog mellem komitéen og omfattede selskaber og dertilhørende interessenter. Gennem denne dialog kom komitéen, sammen med omfattede selskaber frem til, at anbefalingerne skulle revideres med udgangspunkt i en forenkling på det grundlag, at selskabs-, regnskabs, revisions- og børsretlige lovkrav allerede opfyldes af selskaberne uden, at kravene gentages i anbefalingerne. Anbefalingerne angår i dag fem fokusområder, hvor det relevante fokusområde for incitamentsaf-lønning er anbefalingernes punkt 4, der omhandler ledelsens vederlag.

Med den danske kodificering af aktionærrettighedsdirektivet, vil vi se en revidering af anbefalingerne, eftersom mange af principperne fra soft law bliver til lovbestemmelser, altså hard law. Anbefalingerne bliver til efteråret 2019 gennemgået, hvilket fremgår af deres hjemmeside. Ifølge Komitéen selv, vil denne revision bygge på erfaringer fra generalforsamlinger der afholdes i løbet af 2020, hvorfor opdateringerne af anbefalingerne først offentliggøres ultimo 2020 og vil gælde fra 2021.⁵⁵

⁵⁴ Anbefalingerne, side 3

⁵⁵ <https://corporategovernance.dk/revision-af-anbefalingerne-god-selskabsledelse>

2.3.1 Anbefalingernes punkt 4: Ledelsens vederlag

I det indledende afsnit til anbefalingernes punkt 4 fremgår det, at hensynene bag denne anbefaling, udover åbenhed og transparens, tilsigter at understøtte en langsigtet værdiskabelse for selskabet.⁵⁶ I indledningen er det endvidere erkendt, at konkurrencedygtig vederlæggelse er en forudsætning for at kunne både tiltrække og fastholde kompetente medlemmer af et selskabs ledelse. Anbefalingernes punkt 4 er delt op i to afsnit; *Vederlagspolitikens form og indhold* og *Oplysning om vederlag*. Disse to afsnit vil i det følgende blive gennemgået særskilt, ved at behandle de dele af anbefalingerne, der i forhold til afhandlingens indhold og omfang findes mest relevant.

2.3.1.1 Vederlagspolitikens form og indhold

Det anbefales i punkt 4.1.1⁵⁷ at bestyrelsen udarbejder en vederlagspolitik for både bestyrelsen og direktionen. Denne vederlagspolitik omfatter både faste vederlag og incitamentsafløbning. Denne vederlagspolitik skal sammen med de overordnede retningslinjer for incitamentsafløbning, jf. SL § 139 godkendes af generalforsamlingen, og skal kun genbehandles såfremt der foretages ændringer i politikken, dog minimum hvert fjerde år. Anbefalingen indeholder også en række punkter, der skal indeholdes i vederlagspolitikken:

- En detaljeret beskrivelse af de vederlagskomponenter, som indgår i vederlæggelsen af bestyrelsen og direktionen,
- En begrundelse for valget af de enkelte vederlagskomponenter,
- En beskrivelse af de kriterier, der ligger til grund for balancen mellem de enkelte vederlagskomponenter, og
- En redegørelse for sammenhæng mellem vederlagspolitikken og selskabets langsigtede værdigskabelse og relevante mål herfor.

At vederlagspolitikken skal indeholde de ovenstående redegørende punkter betyder, at bestyrelsen ikke kan tildele selskabets ledelse incitamentsafløbning uden at gøre sig nærmere overvejelser omkring afløbningens form og indhold. Dette falder i tråd med anbefalingernes ønske om at skabe fokus på mere langsigtede værdiskabelse frem for en kortsigtet tilgang. At det i punkt 4.1.1 anbefales, at politikken vedtages af generalforsamlingen, tyder på, at der også er et ønske om at fremme aktivt ejerskab i den forstand, at aktionærene også skal tage stilling til selskabets

⁵⁶ Anbefalingerne, side 19

⁵⁷ Ibid., side 20

aflønning af ledelsen. Dette kan således ses som en opfordring til aktionærene om at påtage sig et ansvar og dermed udnytte de forvaltningsmæssige rettigheder, der er tilknyttet deres respektive andel af selskabets aktier.

Vederlagspolitikens form og indhold sikrer også, at selskabets nuværende aktionærer kan afgive sin stemme angående incitamentsaflønning på et mere oplyst grundlag, og for potentielle nye investorer udvides grundlaget, hvorpå beslutningen om investering foretages.

Såfremt et selskab vælger at anvende variable komponenter i aflønningen af ledelsen, indeholdes der i anbefalingernes punkt 4.1.2⁵⁸ anbefalinger for netop dette scenarie. Det anbefales at der, hvis vederlagspolitikken indeholder variable komponenter:

- Fastsættes grænser for de variable dele af den samlede vederlæggelse,
- Sikre en passende og afbalanceret sammensætning mellem ledelses aflønning og værdiskabelsen for aktionærene på kort og lang sigt,
- Er klarhed om resultatkriterier og målbarhed for udmøntning af variable dele,
- Sikres, at variabelt vederlag ikke kun består af kortsigtede vederlagsdele, og at de langsigtede vederlagsdele skal have en optjenings- og modningsperiode på mindst tre år, og
- Sikres en mulighed for selskabet for at kræve hel eller delvis tilbagebetaling af variable lønandele, der er udbetalt på grundlag af oplysninger, der efterfølgende viser sig fejlagtige.

Endvidere anbefales det i anbefalingernes punkt 4.1.4⁵⁹, at såfremt der i relation til incitamentsprogrammer anvendes aktiebaseret aflønning, bør disse incitamentsprogrammer have en optjenings- eller modningsperiode på mindst tre år efter tildelingen og være revolverende, dvs. med periodisk tildeling. Indholdet af denne anbefaling er en simpel, men effektiv metode til at skabe et mere langsigtet perspektiv, hvilket i øvrigt falder i tråd med hensynene bag anbefalingerne som helhed. Ved at inkludere en modningsperiode i aktiebaserede incitamentsprogrammer, skabes der for ledelsen en motivation til at undgå ændringer eller tiltag, som kun på kort sigt gavner selskabets værdi.

Derudover anbefales det i anbefalingernes punkt 4.1.3⁶⁰, at medlemmer af bestyrelsen (det øverste ledelsesorgan) ikke aflønnes med aktie- eller tegningsoptioner. Dog fremgår det af kommentaren til denne anbefaling, at det ikke vil være i strid med anbefalingen, at medlemmer af

⁵⁸ Anbefalingerne, side 20

⁵⁹ Ibid., side 21

⁶⁰ Ibid., side 20

bestyrelsen får en del af deres vederlag i form af aktier til markedskurs. Denne anbefaling skal ses i forlængelse af den rolle og funktion, der i henhold til selskabsloven er givet til det øverste ledelsesorgan. Af selskabsloven fremgår det tydeligt, hvilke opgaver det øverste ledelsesorgan er pålagt af udføre. Blandt de væsentligste opgaver det øverste ledelsesorgan skal udføre, indgår opgaverne henholdsvis ansættelse og afskedigelse af direktionen, jf. selskabslovens § 111, pkt. 1 og 2. Selskabslovens §§ 115-116 indeholder derudover også en række opgaver for det øverste ledelsesorgan. Det er i disse bestemmelser fastslået, at bestyrelsens/tilsynsrådets opgaver består af at påse, at:

- 1) *Bogføringen og regnskabsaflægningen foregår på en måde, der efter kapitalsekskabets forhold er tilfredsstillende,*
- 2) *Der er etableret de fornødne procedurer for risikostyring og interne kontroller,*
- 3) *Bestyrelsen løbende modtager den fornødne rapportering om kapitalsekskabets finansielle forhold,*
- 4) *Direktionen udøver sit hverve på en behørig måde og efter bestyrelsens retningslinjer og*
- 5) *Kapitalsekskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarlig, herunder at der er tilstrækkelig likviditet til at opfylde kapitalsekskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder, og bestyrelsen er således til enhver tid forpligtet til at vurdere den økonomiske situation og sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt.*

Disse bestemmelser er opbygget identisk med fokus på ordene "varetage" og "påse". Ledelsesdelen af bestemmelserne fremgår i den forstand, at det øverste ledelsesorgan skal varetage den overordnede og strategiske ledelse samt sikre en forsvarlig organisation. Tilsynsdelen angives ved, at det øverste ledelsesorgan skal påse, at de ovenstående fem punkter varetages eller opfyldes tilfredsstillende. Tilsynsrådet og bestyrelsen har hovedsageligt de samme opgaver, dog har tilsynsrådet ikke ansvar for selskabets overordnede og strategiske ledelse. Den primære funktion for det øverste ledelsesorgan er altså at agere som kontrolorgan overfor direktionen.⁶¹

Selskabsrettens arbejdsfordeling mellem det øverste ledelsesorgan og det centrale ledelsesorgan, kan bruges som et bidrag til en nærmere forståelse af hensynene bag anbefalingen om, at medlemmer af bestyrelsen ikke bør aflønnes med aktie- eller tegningsoptioner. Hvis det øverste

⁶¹ Krüger Andersen, 2013, side 327-328

ledelsesorgan i et kapitalselskab bliver tildelt et aktiebaseret incitamentsprogram, vil der samtidig også være en risiko for, at bestyrelsens funktion som kontrolorgan står i baggrunden for et ønske om at øge aktiekursen. Der vil altså kunne opstå en interessekonflikt ved, at medlemmer af bestyrelsen prioriterer egeninteressen frem for selskabets. Det er således hensigten bag anbefalingen, at der forsøges undgået negativt interessesammenfald mellem kapitalselskabets øverste ledelsesorgan og direktionen, idet der fortsat eksisterer et ønske om at bevare adskillelsen mellem de to organer. Der er dog også nogle elementer, der taler for anvendelsen af aktiebaseret incitamentsaf-lønning af det øverste ledelsesorgan. Eksempelvis vil kapitalselskabets aktionærer potentielt kunne skabe et incitament for det øverste ledelsesorgan i den forstand, at det øverste ledelsesorgan vil blive motiveret til at udføre dets arbejde endnu bedre, såfremt der opstår sammenfald af interesser mellem aktionærerne og det øverste ledelsesorgan – altså en potentiel løsning på principal-agent problemet.

2.3.1.2 Oplysning om vederlag

I anbefalingerne angående kapitalselskabernes oplysning om vederlag, anbefales det indledningsvist i punkt 4.2.1⁶², at selskabets vederlagspolitik og dens efterlevelse årligt forklares og begrundes i formandens beretning på selskabets generalforsamling. Denne anbefaling går hånd i hånd med anbefalingernes overordnede mål om at skabe mere åbenhed og gennemsigtighed. Dernæst anbefales det i punkt 4.2.2⁶³, at aktionærerne på generalforsamlingen behandler forslag om godkendelse af vederlag til bestyrelsen for det igangværende regnskabsår. Heri ligger et element af aktivt ejerskab, idet der ligefrem opfordres til, at generalforsamlingen får indflydelse på det vederlag, der stilles til det øverste ledelsesorgan. Derudover anbefales det i punkt 4.2.3⁶⁴, at selskaberne udarbejder en vederlagsrapport. Hvilke oplysninger denne vederlagsrapport skal indeholde, er også beskrevet i anbefalingen. Vederlagsrapporten skal blandt andet indeholde oplysninger om det samlede vederlag, som hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen modtager fra selskabet, andre selskaber i koncernen og andre associerede virksomheder i de seneste tre år, herunder oplysninger om fastholdelses- og fratrædelsesordningers væsentligste indhold, og en redegørelse for

⁶² Anbefalingerne, side 21

⁶³ Ibid., side 21

⁶⁴ Ibid., side 21

sammenhængen mellem vederlaget og selskabets strategi og relevante mål herfor. Endvidere anbefales det, at vederlagsrapporten offentliggøres på selskabets hjemmeside.

2.3.1.3 Anbefalingernes konsekvenser

Den mest åbenlyse konsekvens ved anbefalingerne for vederlag til ledelsen er, at de styrker åbenheden for de selskaber, som følger anbefalingerne. I forhold til Corporate Governance teorien, spiller åbenhed overfor aktionærerne også en stor rolle, og da anbefalingerne indeholder flere elementer fra Corporate Governance teorien, bliver slutproduktet for de selskaber som følger anbefalingerne god selskabsledelse. Det er desuden værd at bemærke, at anbefalingerne vedrører både den faste og variable del af ledelses aflønningen, idet det anbefales, at den af det øverste ledelsesorgan udarbejdet samlede vederlagspolitik vedtages på generalforsamlingen. Her går anbefalingernes altså videre end selskabsloven i og med det anbefales, at vederlagspolitikken både angående den faste og variable del af ledelses aflønningen lægges ud til godkendelse af generalforsamlingen, hvorved åbenheden overfor aktionærerne styrkes yderligere.

Som det er nævnt ovenfor i afsnit 2.2, er disse anbefalinger på samme måde som Børsens udstederregler er det, et godt supplement til udformningen og udfyldningen af de overordnede retningslinjer efter selskabslovens § 139. Anbefalingerne kan altså betragtes som en *retningslinje* til anvendelse af selskabslovens retningslinjer, hvis disse altså anvendes – i overensstemmelse med lovgivers hensigt – som et styringsredskab. Anbefalingerne og anvendelsen af dem er altså udtryk for en høj standard, hvad angår åbenhed overfor aktionærerne. Som nævnt tidligere, fremgår det tydeligt, at anbefalingerne er struktureret med det formål at fremme både åbenhed og gennemsigtighed. Det samme formål fremgår som en del af hensynene bag selskabslovens § 139, og eftersom dette formål fremgår endnu tydeligere i anbefalingerne, kan disse potentielt for selskaberne anvendes som et styringsredskab i sammenfald med lovgivers hensigt, ved opfyldelsen af selskabslovens § 139. Anbefalingerne fremstiller dog ikke – i modsætning til Børsens udstederregler – mere udfyldende eller konkrete forslag til udfyldningen af retningslinjerne, men de vil dog fortsat kunne anvendes som et bidrag til en forståelse af, hvordan retningslinjerne udformes og formuleres mest hensigtsmæssigt i forhold til hensynene bag retningslinjerne.

Konkluderende kan det siges, at anbefalingerne yder et bidrag til en bedre forståelse af de principper, der indgår i aflønning af ledelsen, både hvad angår fast og variabelt vederlag. På denne måde kan anbefalinger samtidig anvendes til internt i selskaberne at åbne op for en debat om, hvad

selskabet, ledelsen og bestyrelsen betragter som værende ”god selskabsledelse” i og med selskaberne qua ”følg eller forklar-princippet” er tvunget til aktivt at tage stilling til samtlige af de indeholdte anbefalinger. Dog skal det pointeres, at det ikke nødvendigvis er den bedste løsning for alle selskaber at følge disse anbefalinger, da alternative indretninger i forhold til god selskabsledelse også er en mulighed, hvis blot selskaberne angiver en forklaring på den alternative indretning.

2.4 Lov om finansiel virksomhed

I dette afsnit vil afhandlingen gennemgå lov om finansiel virksomhed⁶⁵ (FIL), da man her allerede har et relativt strengt reguleret regelsæt med hensyn til variabel aflønning, hvorfor man eksempelvis her kan hente inspiration.

I lov om finansiel virksomhed har man i længere tid haft en regulering af de finansielle virksomheders variable lønpolitik, hvilken er underlagt strengt regulerede regler. Årsagen til denne strenge regulering skal ses i lyset af, at EU-kommissionen mente, at de variable lønninger i den finansielle sektor havde medvirket til finanskrisen anno 2007. Dette mente EU-kommissionen, da de variable lønpakker havde spillet en ikke uvæsentlig rolle i en række finansielle institutioner, i den måde lønpakkerne havde indbudt til en overdreven risikovillighed.⁶⁶

Måden lønpakkerne indbød til en overdreven risikovillighed var, at de belønnede kortsigtet gevinst, hvor man havde høj indtjening på kort sigt, mens man negligerede at dette ville gøre én sårbar for store tab på længere sigt.

Reglerne er sidenhen blevet indført, da de skal modvirke det ovennævnte – reglerne udspringer af Kapitalkravsdirektivet 76/2010/EU af 24. november 2010, som sidenhen er implementeret. Aktionærrettighedsdirektivet implementerer i selskabsloven regler, hvorpå man imødegår problemstillingen om kortsigtet gevinst, da direktivet stiller krav til, at man iagttager og bidrager til selskabets langsigtede interesser, hvilket uddybes i senere afsnit.

Kravene, der implementeres i selskabsloven om godkendelse af vederlagspolitik- og rapport, skal den finansielle sektor også efterleve. Den finansielle sektor skal altså leve op til begge krav, dog har FIL forrang ud fra en lex specialis-betragtning, da FIL allerede indeholder regler som er mere skærpede og detaljerede, hvilket vil blive gennemgået nedenfor.

⁶⁵ Lovbekendtgørelse 2019-04-24 nr. 457 om finansiel virksomhed

⁶⁶ Juel Hansen og Granhøj, 2011, side 1

§§ 77a til 77 d i FIL regulerer den variable aflønning, hvorimod den faste løn er reguleret i SL § 138⁶⁷.

Der er udstedt en bekendtgørelse 2016 nr. 1582 om lønpolitik og aflønning i den finansielle sektor. I FIL § 5, stk. 1 nr. 45 finder man dens definition på variable løndelev, og det er defineret som en lønordning, hvor den endelige løn ikke er kendt på forhånd.

Nedenfor vil redegøres for de relevante paragraffer i *lov om finansiel virksomhed og bekendtgørelse 2016 nr. 1582*:

2.4.1 Aflønning af bestyrelsen, direktionen og andre ansatte:⁶⁸

Denne paragrafs stk. 1 har nedenstående ordlyd

”Ved pengeinstitutters, realkreditinstitutters, fondsmæglerselskabers, investeringsforvaltningsselskabers og finansielle holdingvirksomheders aflønning af bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, skal virksomheden sikre sig, at følgende er opfyldt:”

Ovenstående efterfølges af syv ikke kumulative krav, hvor de mest relevante vil gennemgås.

Nr. 1 foreskriver, at de variable løndelev ikke må overstige 50% af direktionens eller bestyrelsens hhv. honorarer eller faste grundløn inklusive pension.

Nr. 2 foreskriver, at andre ansatte, der har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, ikke må få en variabel løn, hvor den overstiger 100% af deres faste grundløn inklusive pension. Det er bestyrelsen, der skal identificere, hvilke medarbejdere der har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, dette fremgår af bekendtgørelse 2016 nr. 1582 i § 3, stk. 1.

Nr. 3 indeholder dog en undtagelse til dette, hvorefter deres variable løn kan udgøre 200%, såfremt en række krav er opfyldte. Der skal blandt andet udarbejdes en anbefaling.

Om at øge loftet for væsentlige risikoaftagere ses det i forarbejderne vedrørende anbefalingen der skal udarbejdes, jf. bemærkningerne til daværende L 133, at *”Den detaljerede anbefaling skal gøre kapitalejerne i stand til at træffe beslutning om en højere maksimal ratio på et oplyst grundlag, hvor bestyrelsen begrundet sin indstilling til generalforsamlingen. [...] Desuden skal en vurdering af indvirkningen på*

⁶⁷ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2017, side 201

⁶⁸ Denne paragraf er indsat ved lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter, jf. lov nr. 67 af 3. februar 2009.

virksomhedens kapitalgrundlag indgå i anbefalingen, så kapitalejerne har en mulighed for at inddrage en eventuel indvirkning på værdien af deres ejerandele i beslutningen."

Man kan altså se, at man er klar over, at en incitamentsaflønnning kan gå ind og påvirke virksomheds kapitalgrundlag, hvilket kan være til skade for aktionærene.

Nr. 4 foreskriver, at minimum 50% af den variable løn skal bestå af aktier, aktiebaserede instrumenter eller af instrumenter, der afspejler virksomhedens kreditværdighed, dog med en begrænsning grundet stk. 2, se nedenfor.

Årsagen til dette må ses i lyset af en proportionalitetsbetragtning, hvor man beslutter, hvilke typer af instrumenter, der skal udgøre den variable løn, således det på bedste vis støtter selskabets langsigtede interesse.

Nr. 5 foreskriver, at udbetalingen af 40% af den variable løn, 60% ved større, skal være revolverende, hvorfor udbetalingen skal ske over 3 år (4 år for direktion og bestyrelse) med begyndelse året efter beregningstidspunktet, hvor fordelingen skal være lige over årene eller en voksende andel mod slutningen.

Dette må være med ideen om at sikre virksomheden mod de risici, der er knyttet til modtagerens aktiviteter, således at modtageren ikke får udbetalt hele lønnen og derved ikke længere har et incitament til at være agtpågivende med risici.

Det kan være en fordel for virksomheden at aftale længere perioder end de 4 år, hvis virksomheden vurderer, at risikoen strækker sig over en længere periode.

Kravene i nr. 4 og 5 kan af bestyrelsen undtages i henhold til bekendtgørelse 2016 nr. 1582 § 9. stk. 2, såfremt den variable løn udgør maksimalt 100.000 kroner, og det ellers skønnes ansvarligt. Ydermere nævnes det, at det skal kunne godtgøres over for Finanstilsynet, hvilke hensyn der er lagt til grund for undtagelsen.

§ 77 a, stk. 2 foreskriver at maksimalt 12,5% af bestyrelsens og direktionens hhv. honorar og faste grundløn må udgøres af aktieoptioner eller lignende⁶⁹.

Dette skyldes, at disse former for finansielle instrumenter kan påvirke risikovilligheden hos de ansvarlige, da de over tid kan medføre væsentlig værdiforøgelse eller værdiforringelse – f.eks. vil aktieoptioner på udnyttelsestidspunktet meget sandsynligt have haft en ikke uvæsentlig ændring i kursen.

For at sikre de langsigtede interesser hos bestyrelsen og direktion er der i § 77 a, stk. 3 indsat en bestemmelse, som foreskriver at de ikke må afhænde deres aktier og instrumenter med videre i en passende periode og ikke må forsøge at afdække risiciene forbundet med disse, f.eks. gennem tredjemand der skal dække eventuelle tab som følge af en eventuel værdiforringelse.

§ 77 a, stk. 4 og 5 foreskriver, at tab af krav på og/eller tilbagebetaling af variabel aflønning kan forekomme, såfremt der har været udvist en uansvarlig adfærd fra bestyrelsen og/eller direktionens side, som har betydet tab for virksomheden. Den uansvarlige adfærd kan f.eks. være retssager på baggrund af handlinger fra bestyrelsen og/eller direktionens side eller dårlige investeringer også fra samme side.⁷⁰

For at der kan tilbagebetales, kræves det i stk. 5, at det bevises at den variable løn er udbetalt på grundlag af urigtige oplysninger, og der har været ond tro – dette er i led med almindelige aftale- og ansættelsesretlige principper.

Disse bestemmelser er indsat, således at det er muligt for virksomhederne at "claw back"⁷¹ den variable løn, hvorved det ikke på nogen måde er gunstigt for direktionen eller bestyrelsen at handle ansvarspådragende.

⁶⁹ Med "[...] eller lignende" menes andre former for finansielle instrumenter der kan påvirke til en overdreven risikotagning.

⁷⁰ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2017, side 202

⁷¹ Claw back er en tilbagebetaling af løn.

2.4.2 Krav om skriftlig lønpolitik (tidligere § 71, stk. 1 nr. 9)

Denne paragrafs stk. 1 har nedenstående ordlyd

”Et pengeinstitut, et realkreditinstitut, et fondsmæglerselskab, et investeringsforvaltningsselskab og en finansiel holdingvirksomhed skal have en skriftlig lønpolitik, der er i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring.”

Som det kan læses ud fra paragraffen, er det klart, at der ønskes en lønpolitik, som er i overensstemmelse med en sund og effektiv risikostyring.

Hvad lønpolitikken skal indeholde, er nærmere udspecificeret i § 9 stk. 1 nr. 1-5 i bekendtgørelse 2016 nr. 1582.

§ 9 stk. Nr. 1 i bekendtgørelsen foreskriver, som FILs ovenstående § 77 d, at lønpolitikken skal fremme en sund og effektiv risikostyring, som ikke må tilskynde til overdreven risikotagning.

Nr. 2 foreskriver, at politikken også skal være i overensstemmelse med virksomhedens forretningsstrategi, værdier og langsigtede mål, hvor det samtidig styrker en holdbar forretningsmodel.

Nr.3 foreskriver, at politikken skal harmonere med principperne om beskyttelse af kunder og investorer samt ydermere indeholde foranstaltninger, der afværger eventuelle interessekonflikter.

Nr. 4 skal sikre, at lønpolitikken ikke udhuler virksomhedens mulighed for styrkelse af sit kapitalgrundlag.

Ovenstående går godt i spænd i forhold til bæredygtighed og aktivt ejerskab, da man tager højde for virksomhedens langsigtede interesser, kunderne og eventuelle aktionærer.

I FIL § 77 d, stk. 2 skal virksomhedens øverste ledelsesorgan godkende lønpolitikken og dens retningslinjer, dette er ligesom selskabslovens § 139, stk. 1.

Formanden for bestyrelsen skal, jf. FIL § 77 d, stk. 3, i sin beretning for det øverste organ redegøre for aflønningen af direktionen og bestyrelsen. Redegørelsen skal indeholde oplysninger om den faste løn samt incitamentsaflønningen, herunder hvilke betingelser der er for optjening og tilde-
ling af bonus og aktiebaserede programmer.⁷²

⁷² Schaumburg-Müller & Werlauff, 2017, side 203

2.4.3 Krav om aflønningsudvalg

Beskæftiger den finansielle virksomhed mere end 1.000 ansatte, eller er den børsnoteret, så skal denne nedsætte et aflønningsudvalg jf. § 77 c, stk. 1.

Udvalget støtter bestyrelsens uafhængighed af den daglige ledelse og medvirker til en bedre dybdegående samt effektiv behandling af incitamentsaflønningsområdet.⁷³ Ydermere skal de også, jævnfør stk. 3, bistå med overvågning og forståelse for virksomhedens risikostyring. Udvalget skal dog kun beskæftige sig med spørgsmålene omkring aflønning, der har indflydelse på virksomhedens risikostyring, og ikke andre ting, der også kan have indflydelse på virksomhedens risikostyring.⁷⁴

Det er præciseret i 77 c, stk. 4 nr. 1-6, hvad udvalgets præcise opgaver er.

Som det kan ses ved gennemlæsning af de ovenstående gennemgåede paragraffer, og deres bestemmelser, vil man kunne danne sig et overblik af, at incitamentsaflønning er strengt reguleret i lov om finansiell virksomhed.

Som nævnt i indledningen til dette afsnit, er dette bundet op på, at man efter finanskrisen, blandt andet forårsaget af bankerne, har haft stor fokus på reguleringen af de finansielle virksomheder, så lovgiver har kunnet sikre en effektiv risikostyring og sund forretning. Da bankerne, qua sin berøringsflade med den enkelte borger og samfundet i sin helhed, har en stor samfundsmæssig relevans, er det hensigtsmæssigt at regulere området set ud fra et samfundsmæssigt standpunkt. Ved den ovenstående regulering sikres stabiliteten i den finansielle sektor, hvilket er af afgørende samfundsøkonomisk interesse.

Sætter man dette i relief til incitamentsaflønning i et bredere perspektiv, så kan man passende her hente inspiration ved udformning af incitamentskontrakter, da området er reguleret på en hensigtsfuld måde, hvor man forsøger at beskytte samfundet mod finansiell instabilitet.

⁷³ Note 1015 til FIL, Karnov Group

⁷⁴ Brenøe et al., 2016, side 417

2.5 Selskabslovens nye ledelsesaflønningsregler

2.5.1 Indledning

Det nye aktionærrettighedsdirektivs begyndelse kan spores tilbage til det oprindelige aktionærrettighedsdirektiv⁷⁵ fra 2007, der vedrørte udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber. Formålet med det gamle direktiv var bl.a. at styrke udøvelsen af aktivt ejerskab inden i og blandt EU-medlemsstaterne. Aktionærrettighedsdirektivet vedrører tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab og må endvidere betragtes som værende en opfølgning på EU's handlingsplan fra december 2012⁷⁶. Handlingsplanen og selskabslovens nye bestemmelser vedrørende ledelsesaflønningsregler har stor fokus på corporate governance og god selskabsledelse, især hvad angår langsigtet aktivt ejerskab samt øget gennemsigtighed. Den 4. april 2019 vedtog folketinget loven⁷⁷, der gennemfører ændringerne af aktionærrettighedsdirektivet i dansk ret. De nye regler trådte i kraft den 10. juni 2019. Med aktionærrettighedsdirektivet følger en række ændringer i retstilstanden, i form af lovgivningsmæssige nyskabelser. Mange af nyskabelserne findes dog allerede i soft law, som gennemgået ovenfor, hvilket betyder, at der ved disse tilfælde er tale om en flytning fra "soft law" til "hard law" fremfor decideret materielle ændringer i retstilstanden.

Lovforslaget som vedtaget indeholder fire hovedpunkter, hvoraf det ene er særdeles relevant for denne afhandling – vederlagspolitik og vederlagsrapport. Det relevante hovedpunkt og dens implementering betyder, at de omfattede selskaber fremadrettet skal udarbejde og offentliggøre en vederlagspolitik for aflønning af bestyrelses- og direktionsmedlemmer, samt aflægge og offentliggøre en vederlagsrapport i overensstemmelse med den vedtagne vederlagspolitik.

I de følgende afsnit vil de relevante ændringer i selskabsloven blive gennemgået, hvor hver ændring enkeltvist vil blive analyseret. Afsnittene vil desuden indeholde en komparativ analyse møntet på selskabslovens udgående regler angående ledelsesaflønningsregler, samt andet relevant soft law som gennemgået i foregående afsnit, for bedst muligt at kunne fremhæve og forklare konsekvenserne af implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet.

⁷⁵ Direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber

⁷⁶ Handlingsplan: Selskabsret og corporate governance i EU – en tidssvarende lovramme for mere engagerede aktionærer og bæredygtige virksomheder - COM(2012) 740 Final

⁷⁷ L 157, Lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love

2.5.2 Selskabslovens nye § 139 – Vederlagspolitikken

Med den kommende ikrafttræden vil selskabsloven være udsat for en række ændringer, hvilket blandt andet indebærer, at selskabslovens dagældende § 139 ophæves og erstattes af en ny § 139 med følgende ordlyd:

”Det øverste ledelsesorgan i aktieselskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, der er beliggende eller aktivt i et EU-/EØS-land, skal udarbejde en vederlagspolitik for ledelsesmedlemmerne, medmindre der udelukkende er tale om stemmeløse aktier.

Stk. 2. Aktionærerne stemmer om vederlagspolitikken på aktieselskabets generalforsamling ved enhver væsentlig ændring og mindst hvert fjerde år.

Stk. 3. Ved indgåelse af konkrete aftaler om ledelsesaflønnings eller ved forlængelse eller ændring af eksisterende aftale skal den gældende godkendte vederlagspolitik overholdes, jf. dog § 139 a, stk. 5.

Stk. 4. Godkender generalforsamlingen ikke vederlagspolitikken, skal det øverste ledelsesorgan fremsætte et ændret forslag til vederlagspolitik senest på den følgende ordinære generalforsamling. Aktieselskabet kan fortsætte med at aflønne ledelsesmedlemmerne i henhold til gældende praksis, indtil en ny vederlagspolitik er godkendt af generalforsamlingen.

Stk. 5. En godkendt vederlagspolitik skal hurtigst muligt offentliggøres på aktieselskabets hjemmeside sammen med datoen for og resultatet af afstemningen. Vederlagspolitikken skal forblive offentligt tilgængelig og gratis på hjemmesiden, så længe den er gældende.

Stk. 6. Har generalforsamlingen godkendt en vederlagspolitik, bortfalder bestemmelsen om retningslinjer for incitamentsaflønnings i aktieselskabets vedtægter, og den slettes formløst fra aktieselskabets vedtægter.

Bestemmelsen gennemfører artikel 9 a i aktionærrettighedsdirektivet, og i relation til bestemmelsens stk. 1 fremgår det af Erhvervsministeriets overvejelser⁷⁸, at denne nye bestemmelse går videre end den udgåede, hvor omdrejningspunktet var *retningslinjer* for incitamentsaflønnings og ikke *vederlagspolitik*. Denne ændring er således med til at øge gennemsigtigheden om aflønnings af ledelsen i børsnoterede selskaber, hvilket i øvrigt stemmer overens med anbefalingerne for God Selskabsledelse. Bestemmelsen medfører den væsentlige ændring, at vederlagspolitikken ikke kun omfatter incitamentsaflønnings, men altså den samlede lønpakke til hvert enkelt ledelsesmedlem⁷⁹. Omfattet af bestemmelsen er således medlemmer af ledelsen som defineret i

⁷⁸ Bemærkningerne til lovforslag nr. L 157, side 23

⁷⁹ Ibid., side 29

selskabslovens § 5, nr. 20; altså medlemmer af både det centrale og det øverste ledelsesorgan⁸⁰ alt afhængig af det enkelte selskabs ledelsesstruktur. I forhold til hvilke vederlagskomponenter, der betragtes som variable, vil retstilstanden ifølge bemærkningerne⁸¹ til lovforslaget ikke blive underlagt nogen ændring, således at retstilstanden angående dette videreføres fra den udgåede SEL § 139. Det samme gør sig gældende angående både den omfattede selskabs- og personkreds. I forhold til indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken fremgår det af bemærkningerne blot, at denne *"bl.a. beskrive de forskellige komponenter af fast og variable aflønning"*⁸², dette skyldes det forhold, at der i selskabsloven som nævnt tilføjes en § 139 a, hvori de indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken fremgår.

Bestemmelsens stk. 2 fastslår, at aktionærene skal stemme om vederlagspolitikken. Til trods for, at dette ikke er en lovgivningsmæssig nyskabelse, da selskabslovens udgåede § 139, stk. 1 også specificerer, at retningslinjerne skal behandles og godkendes af generalforsamlingen, findes det alligevel relevant at påpege, at dette resulterer i et positivt udfald i det henseende, at aktionærernes mulighed for at udøve et aktivt ejerskab består. Selve det faktum, at aktionærene skal stemme om vederlagspolitikken ændrer isoleret ikke på aktionærernes rettigheder i forhold til den udgående bestemmelse. Godkendelsen af vederlagspolitikken kræver i henhold til selskabslovens § 105 simpelt flertal, og det er endvidere uden betydning, om der tale om en ordinær eller ekstraordinær generalforsamling. Det bestemmes også, at aktionærene skal stemme om vederlagspolitikken minimum hvert fjerde år samt ved enhver væsentlig ændring. Af bemærkningerne⁸³ til lovforslaget fremgår det, at en væsentlig ændring for eksempel vil være en justering på rammerne for fordeling af fast og variabel aflønning eller introduktion af nye komponenter i vederlagspolitikken. Det må formodes, at denne del af bestemmelsen er indført for at tildele selskaberne en vis fleksibilitet i forhold til nyansættelser eller ændringer i status quo, der nødvendiggør en ændring af vederlagspolitikken.

I stk. 3 bestemmes det, at ved indgåelse af konkrete aftaler om ledelses aflønning, forlængelse eller ændringer af eksisterende aftaler, skal den gældende godkendte vederlagspolitik overholdes. Ved aftaler indgået forinden godkendelsen af vederlagspolitikken, kan selskabet ikke ensidigt

⁸⁰ Bemærkningerne til lovforslag nr. L 157, side 30

⁸¹ Ibid., side 29

⁸² Ibid., side 29

⁸³ Ibid., side 30

ændre en allerede eksisterende kontrakt, hvilket i øvrigt stemmer overens med almindelige aftale- og kontraktretlige principper. Som det fremgår af lovteksten, findes en undtagelse til dette stykke i den kommende SEL § 139 a, stk. 5. Denne undtagelse vil blive behandlet i det efterfølgende afsnit 2.5.3. I forhold til den udgåede § 139, bidrager den nye bestemmelse lovgivningsmæssigt ikke med meget nyt. Således minder denne bestemmelses stk. 3 meget om den udgående SEL §§ 139, stk. 3, sidste pkt. og stk. 4, idet begge bestemmelser fastslår at henholdsvis retningslinjerne og vederlagspolitikken skal overholdes ved indgåelse konkrete aftaler, samt ved forlængelse eller ændringer. Bestemmelsens stk. 4, 1. pkt. forholder sig til den situation, hvor et selskab ikke har en godkendt vederlagspolitik, og generalforsamlingen ikke godkender et forslag til en vederlagspolitik. I denne situation bestemmes det, at selskabets øverste ledelsesorgan skal fremsætte et ændret forslag til vederlagspolitikken senest på den følgende ordinære generalforsamling.⁸⁴ Dog fremgår det af bestemmelsens stk. 4, 2. pkt., at selskabet i en sådan situation kan fortsætte med at aflønne ledelsesmedlemmer efter den hidtil fulgte praksis, samt de generalforsamlingsgodkendte retningslinjer for incitamentsaflønning efter den udgåede SEL § 139, såfremt selskabet ikke har en af generalforsamlingen godkendt vederlagspolitik. Såfremt forslaget til en vederlagspolitik ikke godkendes på den efterfølgende generalforsamling, vil samme procedure skulle følges ved næste generalforsamling. Lige netop denne situation vil dog sjældent komme på tale, eftersom en stor del af de børsnoterede selskaber i forvejen følger Komitéen for god Selskabsledelses Anbefalinger for god Selskabsledelse, hvori det som gennemgået ovenfor anbefales, at bestyrelsen udarbejder en vederlagspolitik for bestyrelsen og direktionen.⁸⁵ Samme procedure skal følges, såfremt selskabet har en generalforsamlingsgodkendt vederlagspolitik, og denne godkendte vederlagspolitik sættes uændret til godkendelse på ny, som følge af kravet i stk. 2 om, at generalforsamlingen skal stemme om vederlagspolitikken mindst hvert fjerde år, og hvor denne vederlagspolitik ikke godkendes til den nye afstemning. Ligeledes ville denne procedure skulle følges, hvis et aktieselskab efter fire år med samme vederlagspolitik fremsætter en ændret vederlagspolitik til afstemning, som imidlertid ikke bliver godkendt.⁸⁶

I henhold til bestemmelsens stk. 5 bestemmes det, at selskabernes godkendte vederlagspolitik hurtigst muligt skal offentliggøres på selskabets hjemmeside, inklusive information angående

⁸⁴ Bemærkningerne til lovforslag nr. L 157, side 30

⁸⁵ Ibid., side 30

⁸⁶ Ibid., side 30

datoen og resultatet af afstemningen. Derudover bestemmes det, at vederlagspolitikken skal forblive offentlig tilgængelig, så længe vederlagspolitikken er gældende. Hvad der heri skal forstås med *hurtigst muligt*, fremgår af bemærkningerne⁸⁷ til lovforslaget som værende *uden unødigt forsinkelse*. Denne formulering passer endvidere med formuleringen i den udgåede SEL 139, stk. 2 hvor formålet som beskrevet tidligere var at sikre en ensartet sprogbrug i selskabsloven. Hvad angår offentliggørelsens supplerende information, fremgår det ligeledes af bemærkningerne⁸⁸, at der som minimum skal oplyses hvor mange aktier der er afgivet gyldige stemmer for, andelen af aktiekapitalen som disse stemmer repræsenterer, det samlede antal gyldige stemmer samt antallet af stemmer for og imod vederlagspolitikken, og hvis relevant, antallet af stemmeundladelser. Såfremt ingen af aktionærene ønsker en fuldstændig redegørelse for afstemningen, er det dog kun nødvendigt at fastlægge afstemningsresultatet, således det sikres, at det krævede flertal er opnået. Denne nye bestemmelse fraviger kravet i den udgået selskabslovs § 139 stk. 2, om at kapital-selskabet i dets vedtægter skal optage en bestemmelse, der oplyser, at selskabet har vedtaget retningslinjer for incitamentsaflønning. Dette skyldes ifølge bemærkningerne⁸⁹ det forhold, at offentliggørelse på aktieselskabets hjemmeside anses som værende passende i forhold til opfyldelse af aktionærrettighedsdirektivets formål om, at sikre gennemsigtighed om ledelsesmedlemmers aflønning. Kravene til offentliggørelse synes på samme tid at blive lempeligere og strengere, da selskaberne nu blot skal offentliggøre deres vederlagspolitik via selskabets hjemmeside, men også strengere i den forstand, at der nu stilles større krav til informationen, der supplerer offentliggørelsen, altså antallet af stemmer osv. Specificeringen af den supplerende information taler også for en styrkelse af gennemsigtigheden om ledelsesmedlemmers aflønning, og vil således være med til at styrke grundlaget, hvorpå både nuværende og potentielle investorer træffer deres beslutninger omkring investering i selskabet, da de yderligere oplysninger vil kunne danne et billede af sammensætningen af selskabets aktionærer.

Bestemmelsens stk. 6 bidrager indholdsmæssigt ikke til det overordnede formål idet den blot bestemmer, at så snart generalforsamlingen har godkendt en vederlagspolitik, kan selskabernes vedtægtsbestemmelse angående retningslinjer for incitamentsaflønning slettes formløst fra selskabets vedtægter.

⁸⁷ Bemærkningerne til lovforslag. L 157, side 31

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ Ibid.

Selskabslovens nye § 139 gennemfører aktionærrettighedsdirektivets artikel 9 a, stk. 1, 2, 3, 4, 5 og 7, og medfører således en række lovgivningsmæssige ændringer, hvoraf nogle allerede eksisterer i soft law. En af de væsentligste ændringer i selskabslovens nye § 139, i forhold til den gamle, er som nævnt, at den nye bestemmelse omfatter hele ledelsens lønpakke, og ikke kun incitamentsaflønnning. Dette yder et klart bidrag til opnåelse af bestemmelsens formål om, at sikre større gennemsigtighed med ledelsesaflønnningen, da fokus ikke kun ligger på incitamentsaflønnning. En anden væsentlig nyskabelse i § 139 i selskabsloven kommer med tilføjelsen af bestemmelsens stk. 4, der forholdsvist detaljeret beskriver, hvordan aktieselskaberne skal agere i de situationer, hvor generalforsamlingen *ikke* godkender den foreliggende vederlagspolitik. Betydningen af bestemmelsens stk. 4 er således, at aktieselskaberne som udgangspunkt udelukkende fører en lønpolitik som selskabets generalforsamling har godkendt, idet en fravigelse fra udgangspunktet kræver særlige omstændigheder, jf. selskabslovens nye § 139 a, stk. 5. Kravene til offentliggørelse af vederlagspolitikken adskiller sig også fra offentliggørelseskravene i den gamle § 139. For det første ses det nu, at kravet om tilføjelsen af en vedtægtsbestemmelse ikke er videreført fra den gamle bestemmelse. Dernæst fremstår kravet til detaljeringsgraden som værende større end kravet i den udgåede bestemmelse, idet kravene i den nye § 139 er mere detaljeret. Begge disse ændringer bidrager således til bestemmelsens formål, idet de begge har en positiv påvirkning på gennemsigtigheden, i hvert fald hvad angår ledelsesaflønnning, da aktionærer og potentielle investorer har adgang til bedre information.

Konkluderende fremstår den nye bestemmelse som en generel lovgivningsmæssig forbedring, idet præciseringer og specificeringer, der førhen var indeholdt i forarbejderne, nu fremgår af den reelle lovtekst. Dertil kommer det faktum, at en række af Komiteen for god selskabsledelses anbefalinger nu fremstår som overflødige.

2.5.3 Selskabslovens nye § 139 a – De indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken

Med aktionærrettighedsdirektivet indsættes desuden en ny § 139 a, hvori de indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken fremgår. Indførelsen af denne nye § 139 a, er en klar forbedring i forhold til de udgåede regler, da de indholdsmæssige krav til *retningslinjerne* ikke fremgik af lovteksten, men i stedet var ”gemt væk” i den dagældende bestemmelses forarbejder. Af den nye bestemmelses stk. 1 fremgår det, at vederlagspolitikken skal være klar og forståelig og bidrage til

aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed. Derudover præciseres det i bestemmelsens efterfølgende punkter, hvilke krav der skal overholdes for at kunne sikre en sammenhæng mellem formålet med vederlagspolitikken og de konkrete vederlagspolitikker, der skal udarbejdes i de børsnoterede selskaber.

Bestemmelsens stk. 1, nr. 1 bestemmer, at vederlagspolitikken skal indeholde *"en forklaring på, hvordan vederlagspolitikken bidrager til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed"*. Hvad der i selskabslovens forstand forstås ved forretningsstrategi, er nærmere kommenteret i bemærkningerne til lovforslaget. Med aktieselskabets *forretningsstrategi* forstås planerne for virksomhedens mål og de interne forretningsprocesser i virksomheden, der understøtter den daglige drift og derigennem bidrager til at realisere målene.⁹⁰ At vederlagspolitikken skal understøtte aktieselskabets langsigtede interesser, betyder dog ikke, at den ikke også må understøtte aktieselskabets kortsigtede mål eller driftsresultater. Hensigten med formuleringen er således, at vederlagspolitikken ikke udelukkende eller hovedsageligt skal vedrøre aktieselskabets kortsigtede mål og driftsresultater. Ifølge bemærkningerne til bestemmelsen, overlades der en mulighed til aktieselskaberne for at udforme vederlagspolitikken som en ramme, der er tilpasset aktieselskabet, som den faktiske aflønning skal holde sig inden for grænserne af.

Bestemmelsens stk. 1, nr. 2 bestemmer at vederlagspolitikken skal indeholde *"en beskrivelse af de forskellige komponenter af fast og variabel aflønning, herunder alle bonusser og andre goder, som kan tildeles ledelsesmedlemmer, med indikation af komponenternes relative andel"*.

Loven definerer ikke de enkelte komponenter, i stedet er det overladt til det enkelte selskab at vælge den gruppering af komponenter, som findes mest relevant i forhold til den ønskede vederlagspolitik. Det er dog en forudsætning, jf. bestemmelsens stk. 1, at vederlagspolitikken er klar og forståelig, hvorfor det tydeligt skal være beskrevet, hvilke former for aflønning, goder mv., der kan indgå i de enkelte komponenter, samt hvordan komponenterne hver især yder bidrag til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed. I angivelsen af de forskellige komponenters relative andel, kan aktieselskaberne vælge at udforme den relative andel som et spænd, hvilket må betragtes som et yderligere peg mod en klassificering af bestemmelsen som værende en *rammebestemmelse*. Eftersom det enkelte aktieselskab er overladt en fleksibilitet i

⁹⁰ Bemærkningerne til lovforslag nr. L 157, side 31

sammensætningen og grupperingen af de enkelte aflønningskomponenter, vil en udtømmende opstilling af mulige vederlagskomponenter være uhensigtsmæssig. Af kommentarerne til bestemmelsen fremgår enkelte eksempler på en gruppering af vederlagskomponenter: fast løn, variabel løn, bonus, aktiebaseret aflønning, særlige pensionsordninger og andre goder⁹¹. Aktiebaseret aflønning vil indgå under betegnelsen variabelt vederlag, hvorpå kendetegnet som tidligere nævnt, er ordninger hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd.

Det fremgår af bestemmelsens stk. 1, nr. 3, at vederlagspolitikken også skal indeholde "*en forklaring på, hvordan aktieselskabets medarbejderes løn og ansættelsesvilkår er blevet taget i betragtning ved udarbejdelsen af vederlagspolitikken*". Bemærkningerne til bestemmelsen bidrager ikke med nogen nærmere forklaring på inddragelsen af dette. Dog kan det tænkes, at inddragelsen af denne forklaring i vederlagspolitikken relaterer sig til emnet CEO Pay ratio, hvor pointen er at vise størrelsesforholdet mellem ledelses aflønningen og aflønningen af en *almindelig* medarbejder i selskabet.⁹² Ved at inkludere denne forklaring i vederlagspolitikken, styrkes gennemsigtigheden i aktieselskabet, og det giver både aktionærer og potentielle investorer et bedre billede af aktieselskabets samlede lønpost.

Bestemmelsens stk. 1, nr. 4 bestemmer, at vederlagspolitikken skal indeholde "*retningslinjer for varigheden af kontrakter eller ordninger med ledelsesmedlemmer, de vigtigste elementer i tillægspensionsordninger eller ordninger for tidlig pensionering og opsigelsesvilkår, opsigelsesperioder og betalinger i tilknytning til opsigelse*". Denne del af bestemmelsen skal formentlig forsøge at forhindre, de igennem tiden forholdsvis kontroversielle "gyldne håndtryk", hvor ledelsen efter en resultatmæssig utilfredsstillende ansættelsesperiode, forlader selskabet med et eksorbitant fratrædeshonorar, til stor skuffelse for aktionærene. Ved at tilføje dette til vederlagspolitikken, sikres det, at aktionærene for det første kender til de nævnte forhold, og for det andet at aktionærene via deres stemmeret-tighed har noget at skulle have sagt.

I stk. 1, nr. 5 fremgår det, at vederlagspolitikken ydermere skal indeholde "*en forklaring på den beslutningsproces, der anvendes ved vederlagspolitikens fastlæggelse, revision og gennemførelse, herunder foranstaltninger til at undgå eller håndtere interessekonflikter*". Desuden angives det i bemærkningerne

⁹¹ Bemærkningerne til lovforslag nr. L 157, side 31

⁹² Caspar Rose & Peer Schaumburg-Müller – RR 2019.01.0048, side 7

til lovforslaget, at såfremt et aktieselskab vælger at nedsætte et vederlagsudvalg i det øverste ledelsesorgan, skal vederlagspolitikken også indeholde en forklaring på, hvilken rolle vederlagsudvalget er tillagt.

Selskabslovens nye § 139 a, stk. 2 bestemmer, at såfremt et aktieselskab indgår aftaler om variabel aflønning, skal vederlagspolitikken indeholde klare, brede og varierede kriterier for tildelingen af den variable løn. Denne formulering fremstår som værende tvetydig, idet der kræves både *klare* og *brede* samt *varierende* kriterier for tildelingen af variable løn. For aktionærer og potentielle investorer ville sådanne kriterier kunne forekomme ugenomsommelige, såfremt kriterierne bliver *for* brede og varierede, til trods for kravet om klarhed. I henhold til bestemmelsens stk. 2, nr. 1 skal vederlagspolitikken angive *”oplysninger om de finansielle og ikkefinansielle resultatkriterier, herunder, hvor der er relevant, kriterier vedrørende virksomhedens sociale ansvar, og en forklaring på, hvordan de bidrager til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed, samt de metoder, der skal anvendes til at fastlægge om resultatkriterierne er opfyldt”*.

Som beskrevet i bemærkningerne⁹³ til lovforslaget, kan der være tale om generelle og overordnede kriterier eller principper, hvor detaljeringsniveauet ikke forventes at være på samme niveau som konkrete ansættelseskontrakter, hvor fortrolige og konkurrencefølsomme detaljer kan undlades. Bestemmelsen suppleres endvidere af selskabslovens § 138, der som nævnt præciserer, at kapitalselskabers ledelse kan aflønnes med fast eller variabelt vederlag. Hvad der skal forstås ved ikke-finansielle resultatkriterier fremgår ikke af loven, dog er bemærkningerne⁹⁴ til lovforslaget behjælpelig med en eksemplificering. Ikke-finansielle resultatkriterier er f.eks. overholdelse af interne regler og procedurer, samt overholdelse af aktieselskabets retningslinjer og forretningsgange.

Det bestemmes også, at vederlagspolitikken skal indeholde oplysninger om de metoder, der skal anvendes til at fastlægge, om resultatkriterierne er opfyldt. Hvis og såfremt aktieselskabet ønsker at forbeholde sig disse rettigheder, fremgår det af bestemmelsens stk. 2, nr. 2, at vederlagspolitikken endvidere skal indeholde oplysninger om udskydelsesperioder samt beskrive muligheden for at kræve tilbagebetaling af variable løn, hvilket ofte går under betegnelsen *”claw back-klausul”*.

⁹³ Bemærkningerne til lovforslag L 157, side 32

⁹⁴ Ibid., side 32

I forhold til begrebet *udskydelsesperiode* skal dette forstås således, at aktieselskabet kan vælge at udbetale den variable løn på et senere tidspunkt, end oprindeligt planlagt og aftalt. Det er dog værd at bemærke, at hvad angår noterede aktieselskaber i den finansielle sektor, gælder en række specifikke krav om udskydelse og tilbageholdelse af variable løn, som ikke kan fraviges til fordel for bestemmelsens stk. 2, nr. 2, da den finansielle regulering på dette område er *lex specialis*.⁹⁵

Bestemmelsens stk. 3 vedrører modningsperioder og bindingsperioder, og bestemmer således, at såfremt *"aktieselskabet tildeler aktiebaseret aflønning, skal vederlagspolitikken, jf. stk. 2, tillige indeholde retningslinjer for modningsperioder, og en eventuel bindingsperiode for aktier efter udløbet af modningsperioden og forklare, hvordan den aktiebaserede aflønning bidrager til aktieselskabet forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed"*.

Ved en modningsperiode forstås det tidsrum, hvori tildelte aktieoptioner ikke kan udnyttes. Som udgangspunkt løber en modningsperiode fra tidspunktet for tildelingen til det tidspunkt, hvorfra der kan ske udnyttelse. Ved en bindingsperiode forstås perioden fra tildelingen af aktierne og frem til tidspunktet, hvor aktiernes rettigheder kan udnyttes. Denne del af bestemmelsen minder om anbefalingernes punkt 4.1.4⁹⁶, dog uden det revolverende element. Bestemmelsen er således ikke en juridisk nyskabelse, da der også her er tale om en flytning fra soft law til hard law. Som nævnt i afsnit 3.2.4.1, er inkluderingen af både modningsperioder og bindingsperioder et effektivt redskab til at sikre en sammenhæng mellem aktieselskabets og modtageren af den aktiebaserede aflønning/incitamentsaflønning langsigtede interesser.

Af bestemmelsens stk. 4 fremgår det, at såfremt der foretages ændringer i vederlagspolitikken, *"skal vederlagspolitikken beskrive og forklare alle væsentlige ændringer. Beskrivelsen skal indeholde oplysninger om, hvordan der er taget hensyn til aktionærernes afstemning om og holdning til vederlagspolitikken, og vederlagsrapporterne, jf. § 139 b, siden generalforsamlingens seneste afstemning om vederlagspolitikken."*

Af loven fremgår ingen beskrivelse eller forklaringer på, hvilke ændringer der må anses som værende væsentlige. I stedet fremgår det af bemærkningerne⁹⁷ til lovforslaget, at det er selskabets

⁹⁵ Se afsnittet om lov om finansiell virksomhed

⁹⁶ Anbefalingerne, 2017, side 21

⁹⁷ Bemærkningerne til lovforslag. L 157, side 33

øverste ledelsesorgan der skal vurdere hvorvidt en ændring kan anses som værende væsentlig. Ved at inkludere hensynene til aktionærernes afstemning om og holdning til vederlagspolitikken, sikres det at selskabets ledelse ikke uovervejende kan foretage ændringer i vederlagspolitikken, således at aktionærernes afstemning og holdning pålægges endnu højere værdi for selskabet. Derudover skaber det større gennemsigtighed for potentielle investorer, idet vederlagspolitikken skal offentliggøres på selskabets hjemmeside, jf. § 139, stk. 5.

Bestemmelses stk. 5 er en undtagelse der bestemmer, at *”aktieselskabets øverste ledelsesorgan kan under særlige omstændigheder midlertidigt fravige vederlagspolitikken, forudsat at vederlagspolitikken indeholder en beskrivelse af de proceduremæssige betingelser herfor og specificere de elementer af vederlagspolitikken, som kan fraviges”*.

Fra bemærkningerne⁹⁸ præciseres det, at det i vederlagspolitikken skal fremgå hvilke proceduremæssige betingelser, der skal opfyldes, og vederlagspolitikken skal desuden specificere de af vederlagspolitikken elementer, der kan fraviges. Hvilke særlige omstændigheder, der berettiger en fravigelse af vederlagspolitikken, fremgår ikke af lovteksten. Hertil må bemærkningerne til lovforslaget bruges som et fortolkningsbidrag. Af bemærkningerne⁹⁹ fremgår det, at særlige tilfælde alene kan omfatte situationer, hvor fravigelsen af vederlagspolitikken er nødvendig for at tjene aktieselskabets langsigtede interesser. Umiddelbart fremstår dette som en vag beskrivelse, men dette skal ses i lyset af, at der kræves en konkret vurdering for det enkelte selskab, der således vil afhænge af selskabs-, branche- og markedsspecifikke forhold. Det fremgår endvidere af bemærkningerne¹⁰⁰, at en konkret fravigelse af vederlagspolitikken alene kan ske i det tidsrum, hvor der foreligger et særligt tilfælde, og at kontrakter indgået i dette tidsrum efterfølgende honoreres i henhold til den konkrete aftale. Såfremt et aktieselskab midlertidigt, i overensstemmelse med den nye § 139 a, stk. 5, fraviger vederlagspolitikken, skal vederlagsrapporten angive, hvilke konkrete elementer i vederlagspolitikken der er fraveget, jf. den nye § 139 b, stk. 3, nr. 6.¹⁰¹ At vederlagsrapporten skal indeholde en angivelse af de fravegne elementer, er ydermere med til at sikre en større gennemsigtighed, da aktionærerne dermed får mulighed for, at kunne vurdere fravigelsens

⁹⁸ Bemærkningerne til lovforslag. L 157, side 34.

⁹⁹ Ibid.

¹⁰⁰ Ibid., side 33

¹⁰¹ Se endvidere afhandlingens afsnit 2.5.6 for mere omkring vederlagsrapport

karakter, og på samme tid se om betingelserne for fravigelse af vederlagspolitikken er overholdt.¹⁰² Som det fremgår af lovteksten, er det selskabets øverste ledelsesorgan, der besidder beslutningskompetencen, i forhold til at træffe beslutning om midlertidig fravigelse af vederlagspolitikken. Både betingelserne og fremgangsmåden herfor, skal derfor være beskrevet i vederlagspolitikken, jf. den nye § 139 a, stk. 1, nr. 5. Denne beskrivelse skal ifølge bemærkningerne¹⁰³ ses som en integreret del af vederlagspolitikken, hvorfor det klart og tydeligt bør fremgå, at selskabets aktionærer ved afstemning om vederlagspolitikken også tager stilling til dette emne.

Selskabslovens nye § 139 a gennemfører aktionærrettighedsdirektivets artikel 9 a, stk. 4 og 6, og bidrager således med en del flere juridiske nyskabelser, end det var tilfældet med den nye § 139. Dette ses allerede ved selve paragraffens eksistens, idet de indholdsmæssige krav til de nu forældede retningslinjer for incitamentsaflønning ikke fremgik af lovteksten nogen steder, men derimod skulle findes i bestemmelsens forarbejder.

Dette må siges at være en væsentlig forbedring, idet både aktionærer og potentielle investorer nu har lettere ved at kontrollere, om vederlagspolitikken faktisk overholder de indholdsmæssige krav, der fremgår af selskabslovens § 139 a. Med tilføjelsen af § 139 a ses også et større fokus på både klarhed og forståelighed af vederlagspolitikken, hvilket følger bestemmelsens formål og hensigt, hvor hensynet til aktionærerne har fået en højere prioritet. Der er også i bestemmelsen stor fokus på, at selve vederlagspolitikken og dens praktiske anvendelse, skal understøtte aktieselskabets langsigtede interesser og bæredygtighed for at minimere kortsigtede risikotagning hos de omfattede selskabers ledelse og direktion. Bestemmelsen byder også på en større grad af detaljer, hvad angår de indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken. Som eksempel bestemmer den nye § 139 a, stk. 3 at såfremt aktieselskabet tildeler aktiebaseret aflønning, skal vederlagspolitikken nu indeholde retningslinjer for modnings- og bindingsperioder. Sådanne krav fremgik ikke af de gamle indholdsmæssige krav i selskabsloven eller forarbejderne dertil, men lignende krav skulle derimod findes i komiteen for god selskabsledelses anbefalinger – således en ”flytning” fra soft law til hard law. Derudover er tilføjelser som en forklaring på inddragelse af medarbejdernes løn, varigheden af kontrakter, pension og andre lignende ordninger samt en forklaring på beslutningsprocessen,

¹⁰² Bemærkningerne til lovforslag. L 157, side 33

¹⁰³ Ibid.

der anvendes ved fastlæggelse af vederlagspolitikken klare forbedringer, da både aktionærer og potentielle investorer er i stand til at danne sig et mere præcist billede af, hvad vederlagspolitikken skal indeholde og hvad den faktisk indeholder.

2.5.4 Selskabslovens nye 139 b – Vederlagsrapporten

Selskabslovens nye § 139 b har i sin stk. 1 nedenstående ordlyd:

”Aktieselskaber, der har udarbejdet en vederlagspolitik, jf. § 139, skal udarbejde en klar og forståelig vederlagsrapport, som giver et samlet overblik over den aflønning, som de enkelte ledelsesmedlemmer, herunder nye og tidligere, er tildelt i løbet af eller har til gode for det seneste regnskabsår. Aflønningen omfatter til lige alle goder uanset form. Vederlagsrapporten må for de individuelle ledelsesmedlemmer ikke indeholde de særlige kategorier af personoplysninger, som er omhandlet i artikel 9, stk. 1, i databeskyttelsesforordningen, eller personoplysninger, som vedrører de individuelle ledelsesmedlemmers familiemæssige situation.”

I denne bestemmelse kommer det aktive ejerskab, som nævnes adskillige gange i aktionærretighedsdirektivets præambel, til udtryk. Dette ses ved, at man forsøger at skabe gennemsigtighed gennem vederlagsrapporten, da denne skal være klar og forståelig.

Er en vederlagsrapport ikke klar og forståelig, men derimod baseret på ikke forståelige nøgletal er der risiko for information overloading.^{104 105} Det er derfor vigtigt, at den er klar og forståelig, så man undgår information overload.

Vederlagsrapporten skal indeholde informationer, som giver et fuldstændigt overblik over aflønningen. Dette står klart i bemærkningerne til § 139 b, da alle goder uanset form betragtes som aflønning, selv hvis de ikke nævnes i vederlagsrapporten. Eksempler på dette er, at rapporten også skal inkludere oplysninger om størrelsen af lønnen med henblik på ledelsesmedlemmernes familiemæssige situation, hvorfor rapporten muligvis kan indeholde oplysninger om familieydelse og/eller lignende.¹⁰⁶ Informationerne skal dog, jf. paragraffens stk. 1 overholde

¹⁰⁴ Ved information overloading har man for meget information til at kunne træffe en effektiv beslutning.

¹⁰⁵ Schaumburg-Müller og Caspar Rose, 2019, side 9.

¹⁰⁶ Bemærkningerne til L 157, side 33

databeskyttelsesforordningens artikel 9¹⁰⁷. Nærlæser man databeskyttelsesforordningen, kan der, jf. artikel 9, stk. 2 gives samtykke til, at disse deles.

Det kan diskuteres om dette synes for vidtrækkende eller ej – man må afveje hensynene overfor den enkelte og de mange.

For det konkrete indhold af vederlagsrapporten, må man se på paragraffens stk. 3 nr. 1-6. Afhandlingen vil gennemgå paragraffens numre 1-5 og kommentere på deres indhold nedenfor.

Det bemærkes, at det er hvert enkelt ledelsesmedlem, der skal nævnes i vederlagsrapporten.

Nr. 1 foreskriver, at den samlede løn, både fast og variabel samt deres forholdsmæssige andel, skal oplyses og, hvordan det er i overensstemmelse med den vedtagne vederlagspolitik.

Det må forstås, at paragraffens formål er, at der skabes en mulighed for aktionærene for at vurdere om lønnen er i trit med selskabets vederlagspolitik ved f.eks. at se, hvorvidt det bidrager til de langsigtede interesser, som politikken foreskriver i § 139 a stk. 1 nr. 1. Herved ses det, om det er i overensstemmelse med den vedtagne, og af generalforsamlingen godkendte, lønpolitik. Dette skal gøres for hvert enkelt ledelsesmedlems og dennes aflønning, jf. 139 b, stk. 3.

Nr. 2 foreskriver, at selskabet skal oplyse ændringer i lønnen i fuldtidsækvivalenter¹⁰⁸ og i selskabets resultater på en sådan måde, at det er muligt at sammenligne den årlige ændring i lønnen gennem de seneste 5 regnskabsår. Det kræver, at ledelsesmedlemmet har været ansat i 5 år, før denne sammenligning kan laves, hvilket også bemærkes i bemærkningerne til loven – det må formodes, at man må tage de antal år, som de enkelte ledelsesmedlemmer har været ansat, såfremt de ikke har været ansat i 5 år.

Det fremgår af nr. 3, at vederlagsrapporten skal inddrage enhver form for aflønning, der tilhører samme koncern. Dette således, at aktionærene sikres et samlet overblik over aflønningen, der

¹⁰⁷ Databeskyttelsesforordningens, GDPR, også kaldet persondataforordningen, artikel 9 omhandler behandling af privatpersoners private informationer.

¹⁰⁸ Fuldtidsækvivalent er en måleenhed svarende til en fuldtidsansats arbejdsbyrde. Den beregnes ved at lægge fuld- og deltids timer sammen og dele med arbejdstimer for en fuldtidsansat årligt.

måtte blive udbetalt af selskabet. Derfor får de igen et bedre grundlag for at vurdere, hvorvidt retningslinjerne i lønpolitikken er overholdt.

I nr. 4 fremgår et meget essentielt punkt, da det er her aktionærene får mulighed for at se om ledelsen ejer aktier eller aktieoptioner, og hvor mange der er tildelt. Ydermere skal de væsentligste betingelser for udnyttelse af disse fremgå samt kursen ved tildeling, dato for udnyttelse og enhver ændring af disse.

Aktier og især aktieoptioner kan være behæftet med en vis risiko¹⁰⁹, hvorfor aktionærene kan få et vigtigt indblik i denne form for aflønning qua denne bestemmelse.

Før i tiden har man også kunnet se de tildelte aktier i årsrapporten, da der er oplysningspligt, jf. årsregnskabslovens §§ 98 b og 107 b, stk. 6.

I nr. 5. indeholder en bestemmelse om, at virksomheden skal oplyse om mulighederne for at få tilbagebetalt den variable aflønning.

Dette er muligheden for en såkaldt clawback-klausul, hvor man f.eks. ved urigtige oplysninger og ond tro kan forlange den variable aflønning tilbage.

I 139 b, stk. 4 fremgår det, at der skal afholdes en vejledende afstemning på den ordinære generalforsamling om vederlagsrapporten. Selskabet skal forklare til den næste ordinære generalforsamling, hvordan der er taget hensyn til resultatet af den tidligere afstemning.

Det er her værd at knytte en kommentar til, at afstemningen skal være vejledende, hvorfor det kan vælges, at man ikke følger afstemningen. Det vil næppe ske, at man ikke følger en afstemning, da det må formodes, at såfremt bestyrelsen vælger dette, så vil de risikere en forekommende afskedigelse af aktionærene.

Nedstemmes rapporten giver det ikke selskabet frit råderum til at fravige og/eller genforhandle i den godkendte vederlagspolitik.¹¹⁰

¹⁰⁹ Det ses også i FIL at der er en begrænsning på andelen af lønnen, som må udgøres af aktieoptioner, af hensyn til risikoeksponering.

¹¹⁰ Bemærkningerne til L 157, side 35

Ydermere er afstemningen en måde, hvorpå man kan fornemme, hvorvidt aktionærene synes, at bestyrelsen har efterlevet kravene godt eller mindre godt. En eventuel nedstemning må formodes at være en indikator for, at noget skal ændres.

Med den ovenstående bestemmelse bliver der lagt op til mere gennemsigtighed, da rapporten udførligt skal beskrive, hvordan der er taget højde for selskabets lønpolitik, og hvordan det er i overensstemmelse hermed, samt at der skal gives et samlet og overskueligt overblik over den totale løn. Dette skal ske for alle ledelsesmedlemmer.

Det bemærkes til ovenstående, at man igen har en situation, hvor soft law bliver til hard law. Dette da man i anbefalingernes punkt 4.2.3 har en anbefaling om netop en vederlagsrapport. Denne vederlagsrapport bliver nu lovpligtig.

Det tænkes, at denne lov ikke får de store konsekvenser for selskaberne, da størstedelen af de børsnoterede selskaber allerede har tiltrådt anbefalingerne for god selskabsledelse og dermed også dette punkt.

Set fra et synspunkt om aktivt ejerskab er denne paragraf med til at indføre dette i videre udstrækning, end der har været før, især da man fra lovgivers side nu gør dette lovpligtigt.

2.6 Beslutningskompetencen ift. bindende eller vejledende

I dette afsnit vil afhandlingen analysere, hvilken betydning det har, at direktivet kunne implementeres med en hhv. bindende eller vejledende afstemning af vederlagspolitikken. I den nye selskabslovs § 139, der omhandler vederlagspolitikken, fremgår det implicit af bestemmelserne til paragraffen, at afstemningen er bindende, hvilket også bakkes op i bemærkningerne.¹¹¹ Det vil være interessant at se på, hvilke fordele en hhv. bindende og en vejledende afstemning har på aktionærernes indflydelse af rapporten.

Det noteres, at det er bestyrelsen, der fremlægger politikken, hvorfor aktionærene kun kan give deres mening til kende, qua afstemningen, i forhold til den fremlagte politik.

¹¹¹ Bemærkningerne til L 157, side 35

2.6.1 Bindende afstemning

Bindende afstemning gør, at aktionærerne tillægges kompetencen til at stemme om vederlagspolitikken med bindende virkning. Når afstemningen er bindende, har man alt andet lige mere indflydelse på vederlagspolitikken. Kommissionen fremlagde en rapport¹¹², hvor man henviste til studier, der beviser, at der er en sammenhæng mellem bindende afstemninger og selskabernes performance¹¹³, hvorfor man kan konkludere, at vejledende afstemninger og aktionærindflydelse skaber mere værdi.

Når afstemningen er bindende, kan det tænkes, at bestyrelsen vil gøre mere for at politikken ikke afkastes, hvorfor de vil prøve at gøre mere for at imødekomme, hvad der vil være godt for aktionærerne. Derved bliver bestyrelsen mere opmærksomme på aktionærernes interesser, hvilket sikrer et mere aktivt ejerskab. Af denne grund rykkes beslutningskompetence mere til aktionærernes side, da de får større indflydelse på politikken.

2.6.2 Vejledende afstemning

En vejledende afstemning vil stadig give aktionærerne mulighed for en vis indflydelse på selskabet, men ikke i samme udstrækning som ved en bindende. Forkastes et vejledende forslag, kan selskabet stadig aflønne efter det forkastede forslag, men bestyrelsen skal fremsætte et nyt forslag ved næstkommende generalforsamling.

Afstemningen fra aktionærerne forhindrer ikke en aflønningspolitik fra at den kan gøres gældende, men de udtrykker deres holdning til den, hvilket en bestyrelse ikke vil kunne sidde lydhøre overfor i længere tid, da de med stor sandsynlighed vil blive afskediget af generalforsamlingen.

En vejledende afstemning synes ikke at flytte beslutningskompetencen i så høj grad, da aktionærernes indflydelse ikke er så stor. I hvert fald i det korte løb da bestyrelsen, som allerede nævnt, ellers risikerer afskedigelse.

¹¹² COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the Corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain') (Herefter kaldet: SWD 2014 217)

¹¹³ SWD 2014 127, side 28-29

2.6.3 Hvilken beslutningskompetence bør anvendes

Det kan konkluderes, at en bindende afstemning, som allerede implementeret, i højere grad vil flytte beslutningskompetencen fra bestyrelsen til aktionærerne, da bestyrelsen skal være mere lydøre over for generalforsamlingen.

Den vejledende afstemning vil ikke flytte beslutningskompetencen i lige så stor udstrækning, da bestyrelsen på kort sigt kan agere i henhold til deres foreslåede politik, selvom politikken skulle have været nedstemt.

Begge afstemninger giver indflydelse grundet generalforsamlingens ret til at vælge bestyrelsen, men ikke i lige grad. Derfor bør den bindende afstemning vælges.

2.7 Juridisk konklusion

Som det fremgår af kapitlets første afsnit, var selskabslovens udgåede § 139 en bestemmelse, som ikke var konkret nok. Det mangelfulde ved bestemmelsen var, at lovtekstens rent materielle indhold ikke bidrog til en nærmere forståelse af indholdet. Grundet dette anvendtes der bidrag og generelle bemærkninger i form af både Nasdaqs udstederregler og anbefalingerne for god selskabsledelse, da man her fandt regler, som styrkede det aktive ejerskab.

Da anbefalingerne er soft law, og underlagt følg-eller-forklar-princippet, betød det således at aktionærer og potentielle investorer ikke var garanteret den sikkerhed, som almindeligvis ville kunne forventes, hvis disses indhold var reguleret igennem reel lovgivning.

De fleste af manglerne ved selskabslovens gamle ledelsesafønningsregler er ved implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet blevet adresseret. Med selskabslovens nye bestemmelser tilføjes væsentlige forbedringer, både til fordel for de omfattede selskaber og aktionærerne.

For selskabernes vedkommende, fremstår det nu klart, hvilke konkrete krav lovgiver reelt har ønsket, at selskaberne skulle leve op til. Det bør dermed ikke længere være nødvendigt for selskabernes ledelse eller bestyrelse, at søge svar på de spørgsmål som selskabslovens gamle bestemmelser efterlod, i enten soft law eller anden lovgivning, såsom lov om finansiel virksomhed.

For aktionærerne medfører selskabslovens nye bestemmelser om ledelsesafønning en større sikkerhed, forstået på den måde, aktionærerne har mulighed for bedre at kontrollere, hvorvidt selskaberne faktisk overholder gældende ret, i forbindelse med ledelsesafønningen, da det nu fremgår direkte af lovgivningen.

Da anbefalingerne, som nævnt er underlagt følg-eller-forklar-princippet, og da disse anbefalinger forinden implementeringer af aktionærrettighedsdirektivet var bredt fulgt af de danske børsnoterede selskaber, var der mulighed for variation blandt selskaberne, i forhold til hvordan de enkeltvist strukturerede ledelsesafløningen. Denne usikkerhed vil med aktionærrettighedsdirektivet være elimineret, da de nye bestemmelser medfører en ensartet kurs for den faste ledelsesafløning og incitamentsafløningen.

I forhold til gennemsigtighedsaspektet, der spiller en væsentlig rolle i aktionærrettighedsdirektivet, og dermed også selskabslovens nye bestemmelser, ses en væsentlig forbedring for aktionærernes stilling. Dette gælder i særdeleshed ved tilføjelsen af selskabslovens §§ 139 a og b, som oplyser de indholdsmæssige krav til vederlagspolitikken og rapporten. Tilføjelsen af disse bestemmelser er en af de væsentligste nyskabelser i selskabsloven, fordi de yder et enormt bidrag til gennemsigtigheden af selskabers ledelsesafløning. Måden, hvorpå disse bestemmelser yder bidrag til gennemsigtigheden, er gennem de nu lovdefineret indholdsmæssige krav. I og med disse krav nu fremgår af loven, sikrer dette også en større ensartethed i vederlagspolitikkerne blandt de børsnoterede selskaber. Aktionærerne skal ikke længere lede i selskabernes, til tider tunge, årsrapporter efter de konkrete overvejelser og bidrag, der indgår i selskabernes overvejelser, når de udarbejder incitamentsafløning, da dette nu skal fremlægges klart i vederlagspolitikken og -rapporten.

For de børsnoterede selskabers vedkommende ses ikke nogen væsentlig ændring af, hvordan de skal forholde sig til den nye lovgivning i forhold til tidligere. Årsagen til dette er, at de børsnoterede selskaber *skal* indrette sig efter Nasdaqs udstederregler, såfremt de ønsker en fortsat børsnotering, hvorfor de også skal følge anbefalingerne.

Konsekvensen af dette er således, at de nye bestemmelser i selskabsloven allerede i vid udstrækning var fulgt. Derfor er indholdet af de nye bestemmelser ikke ukendte for de allerede børsnoterede selskaber, fordi store dele af de nye bestemmelser allerede fremgik af både udstederreglerne og anbefalingerne for god selskabsledelse.

Kapitel 3 – Økonomisk teori bag incitamentsafløgning

3. Indledning

I det juridiske afsnit blev det udledt, hvad grundlaget for incitamentsafløgning har været og nu er. Afhandlingen vil i dette kapitel behandle den bagvedliggende økonomiske teori og dens incitamentter for tildeling af incitamentskontrakter.

Et selskab styres af den omkringliggende lovgivning, i Danmark Selskabsloven, hvilket er formet af et økonomisk ræsonnement, hvor det økonomiske ræsonnements tankesæt er efficiens.

Før i tiden har selskabsretten skulle forhindre misbrug, beskytte aktionærerne og kreditorer, men der har efterhånden været et paradigmeskift mod, at selskabsretten nu målrettet skal fremme samfundsmæssig vækst og effektivitet.¹¹⁴

Det selskabsretlige paradigmeskift har været præget af corporate governance-debatten, hvis formål har været at fremme en ledelsesstruktur, som bidrager til de ovennævnte mål.¹¹⁵

3.1 Corporate Governance

Hvad er corporate governance? Corporate governance er den måde, hvorpå selskabet er styret og kontrolleret gennem ejerskab, bestyrelsens kontrol, incitamentter, lovgivning samt andre mekanismer.¹¹⁶

I mange lande har man ved hjælp af selvregulering, i form af anbefalinger og "codes", brugt disse til at regulere corporate governance. I Danmark har vi "Anbefalingerne for god selskabsledelse" senest opdateret i 2017, og de har fundet anvendelse siden 1. januar 2018.¹¹⁷

Corporate governance, god selskabsledelse, har til formål at skabe og understøtte ansvarlig og værdiskabende ledelse, hvorpå dette styrker selskabets langsigtede konkurrenceevne, investorernes indsigt i firmaet og investorernes forståelse for selskabets potentiale.

¹¹⁴ Krüger, 2013, side 62-63

¹¹⁵ Ibid.

¹¹⁶ Thomsen, 2008, side 7-8

¹¹⁷ Anbefalingerne, side 3

Den klassiske problematik, som man forsøger at løse ved hjælp af corporate governance er principal-agentproblemet, som tager sit afsæt i adskillelsen mellem ejeren/ejerne af selskabet og dets ledelse.

Principal/agent-teorien har sine rødder tilbage fra Adolf Berle og Gardiner Means, hvor de redegjorde for adskillelsen af interesser mellem ejerskab og kontrol – Berle og Means mente problemet opstod på grund af adskillelsen af de tre funktioner i et selskab, som er: 1. interessen i selskabet, 2. have magt over det, og 3. at agere med et vis henseende overfor selskabet.¹¹⁸

Denne adskillelse kom til at eksistere op gennem det 19. århundrede på grund af den industrielle revolution, hvor selskaberne blev indrettet sådan, at ejerne sørgede for de første to funktioner og den ansatte ledelse tog sig af det sidste henseende – ledelsen påså selskabet i ejernes interesse.¹¹⁹

Ovenstående har sin relevans i forhold til opgaven, da man anvender incitamentsaflønnningen som et styringsværktøj indenfor netop corporate governance, hvorfor man gør dette, vil afhandlingen forsøge at afdække i afsnittene nedenfor.

3.1.1 Principal-agent-problemet

I dette kapitel vil afhandlingen redegøre for principal-agent-problemet, da denne har en konkret relevans for opgaven. Afhandlingen vil gennem kapitlet redegøre for teorien bag og analysere, hvordan problemet løses med henblik på incitamentsafløkning.

3.1.2 Udgangspunktet for principal-agent-teorien

Som nævnt ovenfor opstår principal-agent-problem ved adskillelse af selskabets ejerskab og kontrollen over det. Dette blev allerede bemærket af Adam Smith tilbage i 1776, da han skrev "Wealth of Nations".

"The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man,

¹¹⁸ Means & Berle, 1932, side 119

¹¹⁹ Ibid., side 119-120

they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it."¹²⁰

I ovenstående citat beskriver Adam Smith interessekonflikten mellem medarbejderne (ledelsen) og ejerne, der opstår, når beslutningskompetencen og ejendomsretten er adskilt, da det ikke kan forventes at medarbejderne forvalter ejernes penge med samme majsommelighed, som hvis det var deres egne penge.

Som nævnt i afsnit 3.1 i nærværende kapitel skrev Berle & Means i 1932 om adskillelsen af ejerskabet og kontrol og det var med deres værk, at de fik startet debatten om den klassiske corporate governance teori omkring principal-agent-problemet.

Berle and Means så problematikken i forbindelse med, at selskaber i USA fik en større ejerskabskreds grundet aktieselskabsformen. Da aktionærerne fik del i ejerskabet, udvandede man koncentrationen af ejerskabet, hvorved firmaer som f.eks. Pennsylvania Railroads 20 største ejere kun havde en samlet beholdning af aktierne på 2,7%¹²¹.

På denne måde blev ejerskabet gjort mere passivt, da indflydelsen blev af væsentlig mindre karakter for tidligere ejere grundet et skub i magtbalancen. Ledelsen fik magten, hvilket Berle & Means noterede med følgende citat om topledelsen: "*while in office, have almost complete discretion in management.*"¹²²

Når ejerstrukturen ikke er koncentreret, har de enkelte mindre aktionærer ikke mulighed for at udøve deres aktionærroller.¹²³

Det man i dag kender, som det klassiske principal-agent-problem tilskrives Jensen og Meckling med deres artikel *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure* fra 1976.

I deres artikel definerede Jensen og Meckling principal-agent-problemet og forholdet mellem disse.

¹²⁰ A. Smith, 1776, (1995)

¹²¹ Berle & Means, side 47

¹²² Ibid., side 139

¹²³ Krüger 2013, side 66

De definerede principal-agent-problemet som værende en kontrakt mellem en eller flere personer (principalen/principalerne), hvor de ansætter en anden person (agenten) til at varetage deres interesser, og der sker en delegering af magten til at træffe beslutninger til agenten fra principalen.¹²⁴ Deres artikel er særligt relevant, da de belyste forholdet mellem ledelsen og aktionærerne og de dertilhørende agency costs, jf. nærmere herom i afsnit 3.1.5.

Set ud fra ovenstående vil man kunne se, at principal-agent-teorien drejer sig om konflikter, der opstår, når personer skal varetage andres interesser.

3.1.3 Egennyttmaksimering

I sit ret basale henseende baserer teorien omkring principal-agent sig på fundamentale sociale normer og moral. Dette grundet at mennesket er egennyttmaksimerende, hvorfor en person meget sandsynligt vil forsøge at berige sig selv – bliver man som administrerende direktør stillet over for valg, hvor man kan berige sig på aktionærernes bekostning, som aldrig vil blive opdaget, så ville det økonomiske individ gøre dette.¹²⁵ Teorien har derfor sit afsæt i, at individet vil forsøge at gøre, hvad der er optimalt for denne.

Hvis begge parter i forholdet er egennyttmaksimerende, skaber dette en divergens mellem ejer og agenten, da agenten så vil prøve at handle på, hvad der er bedst på egne vegne og vice versa for principalen.¹²⁶

Lederen kan f.eks. prøve at fokusere på sin egen tilfredsstillelse ved at spendere selskabets penge på dyrt indrettede forretningslokaler og/eller firmabiler eller "*lægge sig i hængekøjen*" på aktionærernes bekostning – altså, udnytte sin position til egen nytte og dermed ikke føre de mest rentable valg for aktionærerne.

Ejerne af selskabet vil altid være profitmaksimerende, hvorfor ovenstående handlinger ikke altid kan forstås af aktionærerne, da deres nytte, som sagt, ligger i profitten.

¹²⁴ Jensen & Meckling, 1976

¹²⁵ Thomsen & Conyon 2012, side 47

¹²⁶ Jensen & Meckling 1976

3.1.4 Asymmetrisk information

Et omdrejningspunkt i afhandlingen er asymmetrisk information mellem parterne. Asymmetrisk information opstår, når der er én part, som har adgang til mere information end den anden. Informationsasymmetrien kan have særlige komplikationer, da de ikkedelte informationer muligvis kan anvendes til at udnytte den kontraherende part. Problemet i en forhandling er, hvis den uvidende part ikke informeres, så kan denne person handle på en måde, som han ellers ikke vil have handlet på. Den problemstilling som opstår på baggrund af dette, er defineret i to begreber, som anvendes, når man taler om asymmetrisk information. Disse begreber er hhv. "adverse selection" og "moral hazard".¹²⁷

Adverse selection, eller skjult viden, er, når agenten ved mere end principalen, og principalen foretager beslutninger på baggrund af sin tilgængelige viden, som principalen har til rådighed. Herved kontraheres der aftaler, hvor agenten udnytter sin fordel af den andens uvidenhed. Et eksempel på dette kan være, hvis der skal ansættes en leder (agenten). Agenten kender sine evner, men dette gør principalen (virksomheden) ikke. Ved hjælp af et godt kontraktdesign kan principalen få informationer ud af agenten

Moral hazard opstår, når der foreligger en allerede truffet beslutning, som der vil vil der være en tilbøjelighed til, at den vidende/informerede part drager fordel af via sin information. Det klassiske eksempel vil her være et forsikringsforhold. Eksemplet til at illustrere dette er, at en forsikringstegner vil udvise mere uagtsomhed i og med, at de er forsikret – forsikringstageren bliver mindre ansvarsbevidst, når denne alligevel er forsikret mod en skade, som forsikringen vil dække.¹²⁸ En eventuel og benyttet løsning på forudgående problem er at forsikringstager påtager sig dele af risikoen, dette sker ved en selvrisiko, som forsikringstegneren skal betale ved eventuelle uheld.

For at sætte ovenstående i relief til afhandlingen kan man også nævne følgende eksempel: En leder (agenten) vil have oplysninger om firmaets daglige drift og udnytte dette til sin fordel, hvorved agenten optimerer sin egen nytte, hvilket principalen ikke kan monitorere, da denne ikke har samme indsigt i den daglige drift.

¹²⁷ Parken, Powell and Matthews 2014, s. 446-447

¹²⁸ Ibid., side 450-451

Det mest udbredte og velanerkendte eksempel på asymmetrisk information, er George A. Akerlofs artikel fra 1970 "*The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*". I artiklen illustrerer Akerlof, qua markedet for brugtvogne, hvorfor informationsudveksling er nødvendig for at imødekøbe asymmetri på markedet.

Problemet med brugtvogne er, at grundet bilens kvalitet kan det være svært at gennemskue kvaliteten af denne, hvorfor der derfor både er gode og dårlige biler (dårlige brugtvogne kaldes i USA "lemons") på brugtvoغنsmarkedet. Det blotte øje kan ikke se eventuelle kvalitetsforskelle, hvilket har den betydning, at markedet alt andet lige vil være præget af køberusikkerhed.

Køberen vil prøve at handle med den information, hun har til rådighed, men når der handles hos en brugtvoغنsforhandler, vil vedkommende altid vide mere om bilen, end køber vil vide.¹²⁹ Der opstår altså muligvis, som tidligere nævnt, "adverse selection".

Foretager køberen et eventuelt køb, kan der herved på grund af den asymmetriske information opstå en situation, hvor køberen vil blive snydt grundet adverse selection, da brugtvoغنsforhandleren besidder mere viden. En anden situation der kan opstå er, at der ikke foretages et køb, da køber grundet køberusikkerhed frygter, at hun bliver snydt, dette går ud over brugtvoغنsforhandlere, som sælger biler af høj kvalitet.

På baggrund af denne usikkerhed på markedet vil bilsælgere med biler af høj kvalitet ikke kunne sælge, hvorimod biler af lav kvalitet kan blive solgt udover deres egentlige værdi.

Grundet eksistensen af "lemons" på markedet er der en risiko for at biler af høj kvalitet forlader markedet – dette fører til en knock-on effekt, hvorfor markedet ophører, da køber og sælgere begge forlader det.¹³⁰ Nedenstående citat opsummerer dette.

*"The cost of dishonesty, therefore, lies not only in the amount by which the purchaser is cheated; the cost also must include the loss incurred from driving legitimate business out of existence."*¹³¹

¹²⁹ Akerloff, 1970,

¹³⁰ Ibid.

¹³¹ Ibid.

Akerlof får med sin artikel illustreret, hvorfor informationen er nødvendig, da en eventuel asymmetri skader parterne og det fører til *market failure*.

For at undgå den asymmetriske information, udøvet qua adverse selection og moral hazard, i lønforhold har man arbejdet med forskellige teorier for at fjerne denne, hvilket vil uddybes i afsnittene 3.2 og frem.

3.1.5 Agentomkostninger

Når agenten skal agere på principalens vegne, opstår der omkostninger, som betegnes agentomkostninger. Disse omkostninger er et resultat af tilbøjeligheden for agentens egennyttmaksimering og den asymmetriske information bekrævet i de foregående afsnit.

Jensen og Meckling definerer agentomkostninger som værende de omkostninger principalen har, når denne skal begrænse agentens divergens fra sin egne interesser ved at give de rette incitamenter til agenten, og de omkostninger, der opstår, ved at principalen overvåger agenten, således at agenten ikke afviger fra principalens interesser, dette kaldes *monitoring expenditures by the principal*.

Agentomkostningerne omfatter også beløb, der betales af agenten, som er en garanti for, at han følger principalens interesser og beløb agenten skal betale, hvis han ikke følger principalens interesser, disse kaldes *bonding costs*.

Agentens vil afvige fra, hvad der er mest profitmaksimerende for principalen, dette medfører et tab hos principalen, dette tab defineres som *residual loss*.

Det opfattes som værende umuligt at have agentomkostningerne lig nul, hvis man skal have agenten til at følge principalens interesser bedst muligt.¹³²

I de fleste agentforhold vil parterne have ovenstående agentomkostninger. Agentomkostningerne defineres derfor som summen af henholdsvis *monitoring expenditures by the principal*, *bonding costs* og *residual loss*.

I lønforhold er den klassiske agentomkostning de omkostninger, som anvendes på incitamentskontrakten, da denne skal forsøge at ensrette direktionens interesser til at være de samme som aktionærernes. Agentomkostningerne vil her være de omkostninger der er forbundet med

¹³² Jensen & Meckling, 1976, side 308

udformningen af kontrakten, administration og regulering af kontrakten og den løn, der gives for at sikre incitamentet hos direktionen.

3.2 Løsninger på principal-agent-problemet med incitamentsaflønnning som værktøj

I nærværende afsnit vil der være fokus på incitamentsaflønnning, som kan bidrage til en minimering af principal-agent-problemet med henblik på divergensen mellem ejerne og ledelsen.

Der findes flere løsninger på problemet, hvor man blandt andet forsøger at imødekomme problemet ved overvågning, kontrol og lovgivning og derved styre informationsasymmetrien, således at denne mindskes. Dog vil denne afhandlings hovedfokus, som nævnt, være på incitamentsaflønnning.

3.2.1 Incitamentsaflønnings formål og anvendelse som styringsværktøj

Incitamentsaflønnningen har tre overordnede formål. Det første formål er, at man skaber incitamenter for selskabets medarbejdere, således at de træffer beslutninger der tilgodeser selskabets interesser og dermed selskabets aktionærer. Det andet formål er, at man knytter sine medarbejdere til selskabet, hvilket bidrager til en minimering af principal-agent-problemet. Det tredje formål er, at selskabet udskyder sine lønforpligtigelser og konverterer lønnen til en eventuel værdistigning på aktier.¹³³

Incitamentsaflønnning og resultatbaseret løn er med til at påvirke medarbejdernes adfærd i selskabet, således at lønnen er knyttet til selskabets præstationer og derved også medarbejderens individuelle præstation.

Grunden til, at man skaber incitamenter gennem lønnen er, at man ønsker at fjerne eventuelle interessekonflikter mellem medarbejderne og ejerne, som opstår på baggrund af en adskillelse af ejerskabet og kontrollen af virksomheden – altså principal-agent-problemet.

¹³³ Banner-Voigt & Rasmussen, 2004, side 41

3.2.2 Hvordan bidrager incitamentsafløjning til at afhjælpe agentproblemerne?

Blandt økonomer er der to måder, hvordan der er en sammenhæng mellem principal-agent-problematikken og incitamentsafløjning, og dens bidrag til en minimering af først nævnte.

Blandt finansielle økonomer er den dominante tilgang til problematikken at beskue incitamentsafløjning som en delvis løjning på agentproblemet, hvor deres teori kaldes "optimal contracting approach".¹³⁴ Dette vil blive uddybet i afsnittet nedenfor.

Den anden tilgang, som anvendes, på incitamentsafløjning er "managerial power approach", hvor løjnen både anses som et instrument til at bekæmpe problemet og samtidigt er en del af agentproblemet. Problemet opstår på baggrund af et rent-seeking-problem¹³⁵, hvilket bliver uddybet i afsnit 3.2.2.2.

3.2.2.1 Optimal contracting approach

Ved *optimal contracting approach* anerkendes det, at der er et problem med ledelsen, og at lederne ikke aktivt søger at maksimere aktionærernes værdi (shareholder value). På grund af dette skal man give ledelsen de rette incitament, således at dette maksimeres.

Under den optimale kontrakt vil bestyrelsen arbejde, på vegne af aktionærerne, for at give de mest effektive løjnpakker til ledelsen, så de agerer værdimaksimerende.¹³⁶

3.2.2.1.1 Problemer ved teorien omkring optimal contracting approach

Et problem med teorien er, at man ikke kan forvente, at ledelsen opfører sig værdimaksimerende, eller at bestyrelsen gør. Dog ses det i det juridiske afsnit, at dette ville være i bestyrelsens bedste interesse, da aktionærerne genvælger eller afskediger dem.

Markedskræfterne er også et problem ved teorien, da de ikke nødvendigvis er fintunedede eller stærke nok til at sikre det mest optimale udfald, dette da markedet er omgivet af lovgivning, politiske kræfter, trusler fra takeover eller mangel på kapital, som kan sætte en begrænsning på, hvad bestyrelsen kan tildele, eller hvad ledelsen vil sige ja til.¹³⁷

¹³⁴ Bebchuk & M. Fried, 2003, side 72

¹³⁵ Rent-seeking er et problem indenfor økonomisk teori, hvor personer skaffer en gevinst på bekostning af andre, der ved opstår der et velfærdstab, da der ikke skabes yderligere værdi.

¹³⁶ Bebchuk & M. Fried, 2003, side 73

¹³⁷ Ibid., side 74

Et andet problem, som dog ikke er aktuelt i Danmark, er at i USA er CEO'en (den administrerende direktør) oftest også bestyrelsesformand for selskabet, hvilket skaber en konflikt, da bestyrelsen vil pleje deres relation til vedkommende. Dette er en interessekonflikt, da CEO'en har en klar magtposition og en vis indflydelse over bestyrelsen, da CEO også har en indflydelse på deres løn, hvorfor bestyrelsen heller ikke kritiserer CEO-lønnen.¹³⁸

3.2.2.1.2 Hvordan bidrager optimal contracting approach

Såfremt aktionærerne har perfekt information med hensyn til, hvad ledelsen har af valg og investeringsmuligheder på selskabets vegne, kan aktionærerne og bestyrelsen få ledelsen til at tegne den perfekte kontrakt, som afgør, hvilke valg ledelsen skal foretage.¹³⁹ Dette er ikke tilfældet i virkeligheden, og ledelsens beslutninger er ikke verificerbare, hvorfor det ikke vides om deres beslutninger maksimerer aktionærernes værdi (shareholder value).

Optimal contracting approach forsøger at afhjælpe dette problem ved, at man udformer en kontrakt, som giver ledelsen incitament til at foretage valg, som øger aktionærernes værdi.

Aktionærerne vil gerne have ledelsen til at varetage bestemte opgaver, så længe et forventet afkast er over forventede omkostninger ved disse opgaver.

Dog vil ledelsen agere egennyttmaksimerende, jf. afsnit 2.1.2 og afveje private hensyn overfor omkostningerne forbundet med at varetage opgaven.

Derfor skal kontrakten, der udformes til ledelsen, flugte deres løn med aktionærernes værdi, således at lønnen afhænger af selskabets værdi, hvilket bidrager til at mindske førnævnte problem.¹⁴⁰

Der skal derfor være sammenfaldende interesser.

Der er mange måder, hvor man kan udforme incitamentskontrakter til ledelsen, heriblandt performancebaserede bonusser, aktieoptioner, fantomaktier m.m., hvilket uddybes i kapitel 4.

Ud fra *optimal contracting approach* skal man sørge for at ensrette ledelsens interesser med aktionærernes ved hjælp af incitamentsaflønning, så ledelsen agerer i et optimalt henseende i forhold til værdiskabelse for både selskabet og sig selv, da dette bidrager til, at agent-principal-problemet bliver mindsket.

Det er derfor vigtigt, at man udformer incitamentskontrakter med dette in mente.

¹³⁸ Bebchuk & M. Fried, 2003 side 74-75ff

¹³⁹ Jensen & Murphy, 1999, side 226

¹⁴⁰ Ibid.

Dog er der problemer med teorien som er vigtige at holde sig for øje, hvilket f.eks. kan være, at der lægges et politisk pres på lønnen, således at en optimal løn ikke kan gives. Et nyere eksempel på dette i Danmark er, at Dansk Folkeparti har truet Nets A/S med at afskære dem fra muligheden for at vinde offentlige opgaver, hvis de gennemfører deres incitamentsprogram med de nuværende lønninger¹⁴¹. At lønningerne måske er astronomiske set i et dansk perspektiv, vil denne afhandling ikke kommentere på. For mere om samme henvises også til Socialistisk Folkeparti og Radikale Venstres ønsker om at underlægge Nets A/S samme regler for incitamentsaf lønning som for de finansielle virksomheder¹⁴², disse regler er tidligere behandlet i afhandlingens afsnit 2.4. Dette er eksempler på, at politiske faktorer/eventuel lovgivning sætter begrænsninger for *optimal contracting approach*.

Optimal contracting approach anerkender, at incitamentskontrakter er en delvis løsning, hvor der dog er udfordringer grundet udefrakommende faktorer.

3.2.2.2 Managerial power approach

Det er ikke altid, at kontrakter kan blive udformet med en tilstrækkelig armslængde mellem bestyrelsen og ledelsen, hvilket må konstateres at være en svækket corporate governance mekanisme. *Managerial power approach* arbejder ud fra det synspunkt, at ledelsen har en reel magt over deres egen løn – jo mere magtfuld selskabets ledelse anses som værende des bedre er de til at udtrække en personlig fortjeneste.¹⁴³

Managerial power approach teorien bygger på fire mønstre, hvor de forskellige mønstre er som følgende: "power and pay", "compensation consultants", "stealth compensation" og "gratuitous goodbye payments".

"power and pay" og "gratuitous goodbye payments" vil blive gennemgået i de næste afsnit nedenfor og sættes i relief til incitamentsaf lønning. De andre to mønstre synes at være irrelevante i dansk kontekst, hvorfor disse ikke vil blive behandlet i afhandlingen.

¹⁴¹https://finans.borsen.dk/artikel/1/382358/dansk_folkeparti_til_nets_afskaf_incitamentsprogam_til_milliarder_eller_det_er_slut_med_offentlige_opgaver.html?hl=YToxOntpOjA7czo0OiJOZXRzljt9

¹⁴² <https://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/226657/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7czo0OiJOZXRzljt9>

¹⁴³ Jensen & Murphy, 1999, side 75

3.2.2.2.1 Power and pay

Power and pay er teorien om, at en magtfuld ledelse vil resultere i en højere aflønning og/eller, at lønnen ikke vil være bundet op på performance i lige så høj grad, dette konflikter med teorien om udformning af optimale kontrakter, som omtalt ovenfor.

Ledelsen har mere magt når: 1. bestyrelsen er svag eller ineffektiv, 2. der ikke er nogen kontrollerende storaktionær, 3. der er få institutionelle investorer og 4. ledelsen er beskyttet fra takeovertrusler.

Med hensyn til første punkt, som er bestyrelsessammensætningen ikke er optimal og derved svag og/eller ineffektiv, så vil ledelsen have nemmere ved at sætte sin egen løn og udøve deres magt over dem.¹⁴⁴ En svag og ineffektiv bestyrelse er kendetegnet ved at være anbefalet af ledelsen, have en alder over 69, medlemmerne er også med i tre eller flere andre bestyrelser og den administrerende direktør er også bestyrelsesformand, hvilket ikke er aktuelt i Danmark.

I Danmark har vi Anbefalingerne for god selskabsledelse, som har en række anbefalinger for sammensætning af bestyrelsen, dette kan eventuelt bidrage til en mindselse af disse problemer.

Ad andet punkt, så vil en tilstedeværelse af en storaktionær være med til at styrke monitoreringen af ledelsen, da en storaktionær bekendt oftest besidder midlerne til at kunne udføre en eventuel kontrol med ledelsen. Dette må alt andet lige medføre, at ledelsen mister deres indflydelse på lønnen.

Ad tredje punkt, så vil en institutionel investor kunne gøre det samme som ved andet punkt. Dette vil de kunne gøre, da institutionelle investorer er kendt for at have midlerne i form af kapital og viden. Et eksempel på dette i Dansk kontekst er PFA, som går meget op i at bidrage til det aktive ejerskab. Man kan på deres hjemmeside blandt andet finde nedenstående citat med hensyn til aktivt ejerskab.

"Det er PFA's mål at være en aktiv ejer, der monitorerer og løbende er i kontakt med en lang række af de selskaber, vi investerer i. Vi ønsker at påvirke selskaberne i retning af en ansvarlig værdiskabelse og dermed sikrer højest muligt langsigtet investeringsafkast. Derfor går PFA også i en formaliseret aktiv ejerskabsdialog med de selskaber, som ikke efterlever vores politik for ansvarlige investeringer."¹⁴⁵

¹⁴⁴ E. Core, W. Holthausen, F. Larcker, 1998, side 404

¹⁴⁵ <https://pfa.dk/om-pfa/corporate-responsibility/ansvarlige-investeringer/>

Ad fjerde punkt, kan det forestilles, at såfremt en virksomhed har god beskyttelse fra takeover-trusler, så vil selskabets ledelse ikke føle sig truet af truslen om en eventuel afskedigelse ved dette scenario.

En løsning på ovenstående problem er, såfremt truslen er en realitet, er at man bør give ledelsen flere aktier, så man eksponerer dem til risici, hvorfor det igen er i deres interesse at sikre aktionærens værdi, og deres egen.

Man kan her konkludere i *power and pay*, at man skal have sine corporate governance-mekanismer i kontrol, så man undgår en ledelse som opnår kontrol over sin egen løn enten igennem magt over bestyrelsen eller de tre andre gennemgåede parametre.

3.2.2.2 Gratuitous Goodbye Payments

Fratrædelsesgodtgørelser ses ofte i kontrakter, hvor de virker som en forsikring til ledelsen, hvis de skulle blive afskediget.

Det er et ømtåleligt emne set fra et dansk perspektiv, da der ved flere lejligheder har skabt offentligt furor. Senest Thomas Borgens exit fra Danske Bank, hvor der, trods lovstridige handlinger i selskabet, blev givet en kompensation til førnævnte person.¹⁴⁶

Teoriens hovedpointe om fratrædelsesgodtgørelserne, er, at godtgørelserne af og til går udover, hvad der er effektivt for en optimal kontrakt, hvilket er ude af trit med det førnævnte armslængdeprincip.

En fratrædelsesgodtgørelse som er i millionklassen, er ofte et resultat af det førnævnte *power and pay*-problem, som gør, at ledelsen qua sin indflydelse over for bestyrelsen fastsætter disse.¹⁴⁷

Managerial power approach foreskriver derfor, at incitamentskontrakter er en løsning, men indskærper at der er en række faktorer der er vigtige at holde sig for øje, da ledelsen kan få for store beføjelser over bestyrelsen og derved kontrollere incitamentskontrakterne, så de ikke er værdiskabende og incitamentskontrakterne bliver en del af selve agentproblemet, hvorved ledelsens udgør ekstra agentomkostninger.

¹⁴⁶https://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/379053/thomas_borgens_gyldne_haandtryk_har_gjort_indtryk_nu_satter_politikerne_ind_med_en_arbejdsgruppe.html

¹⁴⁷ Jensen & Murphy, 1999, side 81

3.2.3 Kontantbaserede vederlag vs. egenkapitalbaserede vederlag

Aktiebaseret vederlæggelse eksisterer i forskellige former, hvor det lidt groft kan dele op i to, hvor den ene er kontantbaseret vederlag og den anden er egenkapitalbaseret vederlag.

En kontantafregnet ordning er, hvor selskabet f.eks. aflønner ledelsen gennem en kontantbonus, som er udregnet ud fra selskabets aktiekurs og dennes udvikling.

Det egenkapitalbaserede vederlag går ud på, at man giver ledelsen mulighed/retten til at tegne/få aktier i selskabet, hvor ledelsen så er bundet mere til selskabet, jf. ovenstående.

Der er blandt økonomer en udbredt enighed om, at der ikke kan findes en stærk sammenhæng mellem performance og kontante udbetalinger, hvor der er størst støtte til egenkapitalbaserede aflønninger.¹⁴⁸

Det tænkes, at dette skyldes ledelsens forbindelse med selskabet, er stærkere ved sidstnævnte vederlagsmulighed, da man her har forenet aktionærernes og ledelsens interesser i højere grad.

Senere i denne afhandling gennemgås de forskellige former for aflønning og deres anvendelse.

3.2.4 Empiri – er der sammenhæng mellem performance og incitamentsaflønning?

Jensen og Murphys artikel fra 1990 foretog en empirisk undersøgelse af ledelsesaflønning, hvor tildelte aktier og aktieoptioner indgår. Deres undersøgelse viste, at ledelsens incitamenter er lave – de målte ledelsens incitamenter som ”pay-performance sensitiviteten” b , hvor b udtrykte dollarændringen i en CEO's formue associeret med en dollarændring i ejernes formue.¹⁴⁹

De målte, at hver gang ejerne tjente 1000 dollars, så steg CEO's løn med 3,25 dollars, hvorfor $b = 0,00325$.¹⁵⁰

Jensen & Murphy konkluderede også, at størstedelen af incitamentsskabelsen lå i ledelsens medejerskab gennem aktier.¹⁵¹

En undersøgelse lavet af Boschen & Smith fra 1995 fandt en signifikant større virkning af incitamentsaflønning end Jensen & Murphy, dette da de inkluderede effekten af kontrakterne over

¹⁴⁸ Bebchuk & M. Fried, 2003 side 81

¹⁴⁹ Jensen & Murphy, 1999, side 227

¹⁵⁰ Ibid., side 226

¹⁵¹ Ibid., side 235

adskillige år, så deres "pay-performance sensitiviteter" var større.¹⁵² Hvorfor en leder godt kan få en høj løn i et år, hvor resultater er dårlige, men dette kan skyldes at noget er overført fra andre år.

Ken L. Bechmann lavede et studie i 2012, hvor han påviste, at der var en signifikant, men økonomisk svag, sammenhæng mellem incitamentsaflønnning og selskabets performance målt ved aktieafkast. Bechman kommer frem til at der for "pay-performance sensitiviteter" b, i Danmark gælder, at når virksomhedens værdi stiger med 1000 kroner, så øges lønnen 0,28 kroner for ledelsen.¹⁵³ Edmans & Gabaix sætter spørgsmålstejn ved en lang række af parametre ved incitamentskontrakter og optimal contracting, da de hævder, at faktorer som held, firmaets generelle performance eller markedsopsving kan spille ind.¹⁵⁴

3.3 Risikodeling

Når man taler om incitamentskontrakter, er det essentielt, at man kigger på fordelingen af risikoen i kontrakterne. Den generelle antagelse er, at principalen er risikoneutral, hvorimod agenten er risikoavers. Derfor vil det være mest efficient, at selskabet bærer risikoen, da denne er den risikoneutrale part. Begrundelsen for, at principalen er risikoneutral, kan begrundes i, at denne har muligheden for at sprede sin risici over flere agenter, og at principalen er mere modtagelig overfor fejlslagne kontrakter rent finansielt. I modsætning til dette, så har agenten en væsentligt koncentreret risiko, da denne, højst sandsynligt, kun kontraherer med principalen og derved ikke får spredt sin risici.¹⁵⁵

Er agenten også risikoneutral, vil det være mest optimalt at lønne denne udelukkende afhængig af performance.

3.3.1 Risikopræmien og sikkerhedsækvivalens

Det fremgik ovenfor, at agenten som hovedregel er risikoneutral, hvorfor vedkommende vil foretrække en fast løn fremfor en variabel løn.¹⁵⁶

¹⁵² Boschen & J. Smith, 1995, side 579 og 603

¹⁵³ Ken L. Bechman et al., 2012

¹⁵⁴ Edmands & Gabaix, 2009, side 489-490

¹⁵⁵ Bregn, 2004, side 10

¹⁵⁶ Milgrom & Roberts, 1992, side 210

Når agenten overgår til en variabel løn, vil der være en risikopræmie forbundet hermed. Risikopræmien er den værdi, agenten vil reducere værdien af det finansielle instrument med. Risikopræmiens størrelse bestemmes ud fra risikoaversionen og risiciene forbundet med indkomsten.¹⁵⁷ Er agenten meget risikoavers, vil der være en større risikopræmie.

I forlængelse af risikopræmien vil det være aktuelt at tale om sikkerhedsækvivalensen, som er den værdi incitamentsafløningen har for agenten. Sikkerhedsækvivalenten for agenten findes ved at tage risikopræmien fratrukket værdien af incitamentsafløningen.

Aktionærernes, som er riskoneutrale og derfor ikke har en risikopræmie, sikkerhedsækvivalens findes ved at tage bruttofortjenesten ved incitamentsafløningen minus omkostningerne ved den, dvs. lønnen til agenten.

3.3.2 Risikodeling mellem parterne

Ved udformning af en incitamentskontrakt er det vigtigt, at man giver medarbejderen den rette mængde af risiko, hvor selskabet tager højde for moral hazard-problemet, da en risikoavers agent ikke vil have incitament til at agere efter principalens interesser, hvis agenten ingen risiko bærer. Når selskabet gør sine medarbejderes løn afhængig af selskabets performance med en incitamentskontrakt, så udsætter man dem for en risiko.

Hvis agenten skal vælge en variabel løn fremfor en fast løn, så skal værdien af den forventede værdi af den usikre løn være større end ved den faste løn, hvilket skyldes agentens risikoaversion.¹⁵⁸ Dette er risikopræmien, som beskrevet ovenfor. Det kan anses som værende en vis forsikring til agenten. Tabet som principalen får her, må formodes at blive indhentet ved incitamentet i kontrakten.

Den optimale kontrakt skal derfor både afveje hensynet til agenten gennem en vis forsikring af denne, men stadig indeholde en række incitamentet, der skaber værdi. Der skal derfor findes en balance mellem risiko og incitamentet.

¹⁵⁷ Milgrom & Roberts, 1992, side 210

¹⁵⁸ Bregm, 2004, side 10

3.3.3 Kontraktens intensitet – intensitetsprincippet

Milgrom og Roberts¹⁵⁹ udledte matematisk kravet til en kontrakts intensitet, dog vil deres konklusion blive beskrevet med ord i stedet for formler. Intensiteten er mængden af incitamentsaflønning. Dette bruges blandt andet til at bestemme mængden af incitamentsaflønning i forhold til den samlede lønpakke.

Der tages udgangspunkt i en lineær kontrakt $W = W_0 + aR$

Hvor W er lønnen til agenten, som er givet af W_0 der er det faste beløb, der er afhængigt af resultatet R , der gives af intensiteten a .

Milgrom og Roberts fandt, at jo større usikkerheden er i sammenhængen mellem indsatsen fra agenten og resultatet, der opnås, des mindre risiko er det optimalt, at man overfører til agenten, og derfor skal den variable aflønning vægte mindre end den faste.

Det gælder også at jo mere risiko agenten er jo mindre risiko bør man overføre, hvilket igen gør at den variable aflønning bør være mindre.

Det forholder sig omvendt, såfremt at agenten reagerer positivt på incitament, jo mere risiko er optimalt at overføre til agenten.

Giver en ekstra indsats fra agenten en bedre opnåelse af målene, gør det sig også gældende, at man skal overføre mere risiko.

Man skal altså tilpasse intensiteten i sine kontrakter afhængigt af ovenstående og holde sig dette for øje ved udformningen af disse, da ikke alle agenter reagerer ens på risikoen.

3.3 Afhjælper incitamentsaflønning principal-agent-problemet?

På baggrund af ovenstående kan man altså se, at det er vigtigt, at man holder sig den økonomiske teori om principal-agent-teori for øje ved udformningen af incitamentskontrakter, da denne spiller en vigtig rolle.

Det ses, at problemet kan afhjælpes/minimeres ved incitamentsaflønning, da teorierne støtter op om dette, dog med det in mente, at man skal sørge for, at man ikke skaber en skævvridning i forhold til magtbalancen eller en eventuel fordeling af risikoen, jf. henholdsvis teorierne om managerial power approach og risikofordelingen.

¹⁵⁹ Se Milgrom og Roberts' Economics, organization & management side 222-224 for udregningen

En afbalancering af ovenstående vil forsøge at imødekomme en ensretning af interesserne mellem parterne.

Kapitel 4 – Processen for incitamentsafløjning

4.1 Indledning

Det følgende kapitel vil indeholde en introduktion til de mest almindeligt anvendte former for aktiebaseret incitamentsafløjning. I forlængelse af dette vil det fremgå, hvad man bør holde sig for øje, når man anvender incitamentsafløjning set fra et juridisk og økonomisk synspunkt. Derudover vil kapitlet indeholde en gennemgang af den proces, et selskab typisk gennemgår i forbindelse med etableringen af aktiebaseret incitamentsordninger.

Når et kapitalselskab vælger at indføre incitamentsafløjning, kan de bagvedliggende motiver variere afhængigt af det enkelte selskabs karakteristika, økonomiske situation og forretningsmæssige målsætninger.

Eksempelvis fremgår det af Carlsbergs årsrapport¹⁶⁰, at deres ledelsesafløjning er designet til at kunne tiltrække og fastholde kvalificeret arbejdskraft, og at de via incitamentsafløjning søger at tilpasse ledelsens interesser med aktionærernes.

Også Novo Nordisk lægger i deres årsrapport¹⁶¹ vægt på, at deres ledelsesafløjning generelt (inklusive incitamentsafløjning) er designet til at tilpasse interesserne for henholdsvis ledelsen og aktionærerne.

Derudover fremgår det af en spørgeundersøgelse¹⁶² foretaget i regi af Bestyrelsesforeningen, at der blandt de adspurgte er bred enighed¹⁶³ om, at det væsentligste formål med incitamentsprogrammer er at sikre fokus på værdiskabelse og sammenfaldende interesser mellem ledelse og ejere. Dette er i overensstemmelse med, hvad der blev udledt i det foregående kapitel omkring ensretning af interesserne for aktionærerne og principalen, jf. PA-teorien.

Overordnet set kan det fastslås¹⁶⁴, at der for selskaber er tre hovedformål med at tildele ledelsen incitamentsafløjning. Det første formål er at bruge incitamentsafløjning til at tiltrække og/eller fastholde kvalificeret arbejdskraft, som også fremgår af Carlsbergs årsrapport. Det andet formål er at skabe incitamenter for ledelsen til at yde sit bedste samt at træffe beslutninger, der i højere grad tilgodeser både selskabets og aktionærernes interesser, et formål der således fremgår af

¹⁶⁰ Carlsberg Group Annual Report 2018, side 43

¹⁶¹ Novo Nordisk Annual Report 2018, side 55

¹⁶² L. Bechmann, 2018, side 25

¹⁶³ 58% har angivet dette som eneste væsentligste formål med incitamentsprogrammer

¹⁶⁴ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 43

begge de nævnte årsrapporter. Det tredje formål knytter sig til selskabernes finansielle forhold, eksempelvis udskydelse af lønudgifter eller muligheden for at kunne konvertere lønnen til en værdistigning på aktier.

4.2 Anvendelse af ledelsesvederlag i danske børsnoterede selskaber¹⁶⁵

Som det fremgår nedenfor, har incitamentsaflønning i høj grad relevans for børsnoterede selskaber i Danmark.

Udviklingstendenserne i ledelsesaflønning - herunder indgår også incitamentsprogrammer – har i en årrække været genstand for mange analyser og undersøgelser, bl.a. har PwC de sidste tre år foretaget en analyse af bestyrelses- og direktionsaflønningen i OMXC25.

PwC's undersøgelse er dog begrænset i den forstand, at mange af de enkelte virksomheder egenhændigt bestemmer, hvilke oplysninger de vælger af offentliggøre. Dette er behandlet i afhandlingens juridiske del, hvor det bl.a. fremgår, at mange af oplysningsforpligtelserne vedrørende ledelsesaflønning forinden ikrafttræden af de nye bestemmelser i selskabsloven, var "reguleret" gennem "soft law", som indebar følg-eller-forklar princippet.

I OMXC25¹⁶⁶ består en direktion af ét til otte medlemmer, med et gennemsnit på 3,3 medlemmer. I PwC's analyse ses det, at den gennemsnitlige aktiebaserede aflønning til direktionen i 2017 udgjorde DKK 4,2 mio. mod DKK 3,3 mio. i 2016. Dette svarer således til en stigning på ca. 29%, dog kan stigningen primært tilskrives tre selskaber, der i løbet af året har øget selskabets aktiebaseret aflønning med over 200%. Korrigeres der for disse selskaber, ses en noget mere moderat stigning på ca. 9,2% fra 2016 til 2017, hvilket dog stadig er meget taget i betragtning af at lønningerne allerede er høje. Den gennemsnitlige værdi af aktieordninger udgjorde i 2017 27,5% af den samlede lønpakke for direktionsmedlemmer i OMXC25 selskaber.¹⁶⁷

I undersøgelsen ses det, at størstedelen af selskabernes langsigtede incitamentsaflønning består af aktieordninger, som inkluderer krav om ansættelse og/eller performance betingelser, som skal være opfyldt, før aktieordningen er endeligt optjent. For selskaberne i OMXC25 ses det, at den typiske optjeningsperiode er på tre år. Fordelingen af aflønningsinstrumenterne er for OMXC25 som

¹⁶⁵ Se "Lønundersøgelsen", PwC, 2019

¹⁶⁶ OMXC20-indekset blev pr. 18.12.17 udvidet med fem selskaber, hvilket betyder at PwC's analyse af OMXC25 indeholder de 25 selskaber, der indgik i OMXC25 indekset pr. 31.12.17

¹⁶⁷ "Lønundersøgelsen", PwC, 2019, side 7

følgende: PSU¹⁶⁸ & RSU¹⁶⁹ udgør 44,9% af de langsigtede incitamentsprogrammer, aktieoptioner udgør 20,7 %, warrants udgør 10,3%, matching shares udgør ligeledes 10,3%, fantomaktier udgør 6,9%, og endelig udgøres de resterende 6,9% af "andet".¹⁷⁰

4.3 Aflønningsformerne

Når et børsnoteret selskab skal beslutte sig for, hvilken form for incitamentsaflønning, der skal anvendes, vil der være en række generelle forhold, der skal tagets i betragtning. En af de væsentligste overvejelser er, hvorvidt modtageren af incitamentsaflønningen skal tage en økonomisk risiko, eller om der blot skal foreligge en mulighed for økonomisk gevinst.¹⁷¹ Såfremt et kapitalselskabs ledelsesmedlem erhverver aktier i selskabet mod betaling, hvad end dette sker til markedskurs eller favørkurs, vil ledelsesmedlemmets interesser som udgangspunkt være sammenfaldende med selskabets aktionærer, som beskrevet i kapitel 3. Der er en risiko for, at dette får en negativ følge, i og med ledelsesmedlemmets incitament i sådanne tilfælde afhænger af aktiernes markedskurs, således at et fald i markedskursen ville kunne resultere i et tab på investeringen, og dermed også et tab af motivation.¹⁷²

Såfremt denne risici søges undgået kan incitamentsaflønning baseres på warrants (tegningsoptioner), aktieoptioner eller fantomaktier, hvor det modtagende ledelsesmedlem typisk ikke yder noget vederlag for tildelingen.¹⁷³ Ved disse former for incitamentsaflønning vil risikoen for tab for modtageren af incitamentsaflønning være ikke eksisterende eller dog meget begrænset, i tilfælde af et fald i markedskursen.¹⁷⁴ Omvendt vil dette dog kunne resultere i en uønsket høj risikotagning, da ledelsesmedlemmets risici for tab er ikke eksisterende eller dog meget lav. Konvertible obligationer vil i risiko øjemed falde ind imellem de ovennævnte alternativer, idet ledelsesmedlemmet tager en økonomisk risiko, men hvor det potentielle tab kun vil blive realiseret, såfremt selskabet går konkurs, da ledelsesmedlemmet derfor ikke kan få lånet fuldt ud tilbagebetalt.¹⁷⁵

¹⁶⁸ Performance stock units

¹⁶⁹ Restricted stock units

¹⁷⁰ "Lønundersøgelsen", PwC, 2019, side 35

¹⁷¹ L. Hindhede et al, 2005, side 26

¹⁷² Ibid., side 27

¹⁷³ Eller et begrænset vederlag, herunder eventuelt i form af beskatning af økonomisk fordel opnået ved tildelingen

¹⁷⁴ L. Hindhede et al, 2005, side 27

¹⁷⁵ Ibid.

4.3.1 Aktieoptioner

Aktieoptioner, der anvendes som incitamentsafløbning i et ansættelsesforhold, giver den modtagende part (optionsindehaveren) en ret, men ikke en pligt til, på et fremtidigt tidspunkt, at købe eller sælge et forudbestemt antal eksisterende aktier, til en på forhånd fastsat pris.¹⁷⁶ Optionsprogrammer kan designes på flere forskellige måder, blandt andet sondres der mellem henholdsvis europæiske optioner og amerikanske optioner¹⁷⁷. Kendetegnet ved europæiske optioner er, at disse kun kan udnyttes på et bestemt tidspunkt, eller i en meget kort periode. For amerikanske optioner gælder, at disse kan udnyttes på hvilket som helst tidspunkt indtil en nærmere fastsat udløbsdato. Fordelen ved et optionsprogram for optionsindehaveren er således, at der forventeligt er en difference i optionsindehaverens favør mellem den på forhånd aftalte udnyttelseskurs og markedskursen på tidspunktet for udnyttelsen.

Såfremt aktiekursen på et givet tidspunkt er højere, end den på forhånd aftalte udnyttelseskurs, er der derfor for optionsindehaveren en mulighed for fortjeneste, ved dette betegnes optionen som værende "in the money". I tilfælde hvor udnyttelseskursen og markedskursen er identisk, betegnes optionen som værende "at the money", og endelig bruges betegnelsen "out of the money" i tilfælde af, at markedskursen er lavere end udnyttelseskursen på udnyttelsestidspunktet.¹⁷⁸ Ofte bestemmes det, at optionsindehaveren ved udnyttelsen kan vælge at få forskellen mellem markedskursen og udnyttelseskursen udbetalt kontant, frem for at købe aktien, hvilket betegnes som differenceafregning.

4.3.2 Warrants (tegningsoptioner)

Ved køb eller tildeling af warrants forstås, at indehaveren køber eller tillægges en ret - men ikke en pligt - til på et fremtidigt tidspunkt eller i en fremtidig periode, at nytegne en given mængde aktier i det udstedende selskab til en på forhånd fastsat pris (tegningskurs).¹⁷⁹ Ved udnyttelsen af warrants sker der således en kapitalforhøjelse i selskabet, idet indehaveren tegner aktier i selskabet.

Trods lighederne mellem aktieoptioner og warrants, findes det relevant at påpege de få ting, der adskiller instrumenterne. For det første er det ikke muligt at udstede warrants, som giver

¹⁷⁶ E Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 33

¹⁷⁷ L. Bechmann & M. Møller, 2003, side 17

¹⁷⁸ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 13

¹⁷⁹ E Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 35

modtageren ret til at sælge aktier. For det andet er det ikke muligt at differenceafregne warrants. Den væsentligste forskel er dog, at udnyttelsen af warrants forøger antallet af udestående aktier og selskabets egenkapital. Dette medfører således, at hvis warrantindehaveren tegner aktier til en kursværdi, der på tegningstidspunktet er lavere end selskabets aktiekurs, overføres værdier fra de hidtidige aktionærer til de nye aktionærer, som således får således en andel af selskabets aktiver uden at erlægge den fulde markedsværdi herfor.

Alt andet lige vil dette således medføre, at aktiekursen efter en tegning vil være lavere end aktiekursen før tegning.¹⁸⁰

4.3.3 RSU:

En nyere form for aflønning er de såkaldte RSU'er, hvilket står for *restricted stock units*.

Ved en RSU får deltageren tildelt rettigheder til aktier, hvor restriktionen består af, at der er et ansættelseskrav ved udløbet af modningsperioden.¹⁸¹

4.3.4 PSU:

PSU er en nyere form for aflønning, dette står for *performance stock unit*. PSU har ligesom RSU også en betingelse for ansættelse ved udløb af modningsperioden, dog er der en yderligere betingelse, som er bundet op på performance. Ved PSU får deltageren tilsagn om en vis mængde efter en bestemt periode. Antallet bliver endeligt bestemt af en multiplikationsfaktor, som er givet ud fra selskabets performance over den givne periode, hvorfor en god performance giver deltageren en større mængde PSU'er.¹⁸²

Det er ved udarbejdelse af sådan en plan klogt at binde sine performancemål op på mål, som også gavner aktionærerne, da man så vil sørge for at ledelsen arbejder i aktionærernes interesse, hvilket skaber en minimering af principal-agent-problemet, som nævnt i kapitel 3.

4.3.5 Matching Shares:

Ved Matching Shares skal medarbejderen indgå med sin egen investering. Medarbejderen køber en andel aktier til markedskurs og vedkommende bliver tildelt samme antal aktier, som denne har

¹⁸⁰ E Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 36

¹⁸¹ Bech-Bruun Incitamentsordninger, 2012, slide 41

¹⁸² Ibid.

købt af selskabet. Der ses oftest modningsperioder og krav om, at aktierne stadig er deltageren i hænde ved modningstidspunktet.

4.3.6 Fantomaktier

En fantomaktie skal forstås som en aftale mellem selskabet og medarbejderen, der udgør en form for syntetisk aktieoption. Modtageren af fantomaktier tillægges således ikke en ret til at købe de underliggende aktier, og medarbejderen modtager således ikke aktier ved udnyttelsen. Ved udnyttelsen af fantomaktier, tillægges medarbejderen derimod en ret til at få udbetalt et kontant beløb, svarende til udviklingen i den underliggende akties markedskurs. Ved fantomaktier vil der således altid ske differenceafregning. Dette betyder, at indehaveren af fantomaktien, uden at eje aktien, opnår et afkast, som om aktien ejes.¹⁸³

4.3.7 Konvertible obligationer

Konvertible obligationer er sammensatte instrumenter, der består af to dele: Et lån og en konverteringsret. Det rentebærende lån ydes af modtageren (medarbejderen) til selskabet og indebærer en finansieringsforpligtelse for modtageren allerede ved aftalens etablering til forskel for, hvad der oftest er tilfældet for både warrants og aktieoptioner. Modtagerens fordring på selskabet kan således konverteres til nytegnede aktier i selskabet på et fremtidigt tidspunkt til en nærmere bestemt udnyttelseskurs eller kurs pari.¹⁸⁴

4.4 Aktieerhvervelse eller -tildeling

Ved aktieerhvervelse forstås den situation, at medarbejderen umiddelbart – ved køb eller nytægning – erhverver aktier i selskabet til enten markedskurs eller favørkurs. Ved aktietildeling forstås, at medarbejderen tildeles allerede eksisterende aktier, fra selskabets egne beholdning af aktier, uden at medarbejderen betaler vederlag herfor, eller at medarbejderen tildeles fondsaktier. En aktieerhvervelsesordning eller aktietildelingsordning er således de mest simple former for aktiebaseret incitamentsaflønnning. Denne type incitamentsaflønnning adskiller sig fra andre typer på den måde, at erhververen (medarbejderen) med det samme foretager en investering i selskabet, og på samme tid bliver medejer af selskabet (aktionær). Ofte ses det, at en tildeling af aktier gøres

¹⁸³ E. Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 36

¹⁸⁴ L. Hindhede et al, 2005, side 30

betinget, således at erhververen eksempelvis forsat skal være ansat i selskabet i f.eks. 3 år frem, og at den endelig ret til aktierne først opnås efter 3 års periodens slutning. Internationalt betegnes denne type betinget aktietildeling som "restricted stocks", eller RSU.¹⁸⁵

4.5 Behov for etablering af aktiebaseret incitamentsordninger?

Inden et selskab etablerer aktiebaseret incitamentsordninger, er det vigtigt at selskabet gør sig klart, hvad formålet med ordningen egentlig er. Hvis formålet er at skabe incitamenter for ledelsen og derigennem tilpasse interesserne for ledelsen og aktionærene for eventuelt at løse PA-problemet, bør det overvejes om tildelingen eller udnyttelsen af optionen, warranten, eller den konvertible obligation mm. skal gøres betinget. Er formålet derimod at spare selskabets likviditet, vil en attraktiv mulighed være at lade ledelsesmedlemmet tegne aktier i selskabet i form af en warrantordning, frem for erhvervelse af allerede udstedte aktier.¹⁸⁶ Eftersom en medarbejder, der bl.a. aflønnes med aktiebaseret incitamentsprogrammer, typisk kun får en andel af den fremtidige værdistigning, er det en forudsætning for, at medarbejderen tjener på incitamentsprogrammet, at selskabets aktier stiger i værdi. Dette betyder, at aktiebaseret incitamentsprogrammer er bedst egnede til selskaber, hvor der er et fremtidigt vækstpotentiale.¹⁸⁷ Selskabet kan også stå i en situation, hvor der er stor konkurrence om at tiltrække og fastholde de bedst kvalificerede medarbejdere. I en sådan situation vil konkurrencens omdrejningspunkt bl.a. være attraktiviteten af den tilbudte lønpakke. Såfremt medarbejdere efterspørger aktiebaserede incitamentsprogrammer, eller det i en given branche er kutyme, kan selskabet således se sig nødsaget til også at etablere og tilbyde aktiebaseret incitamentsprogrammer.

4.6 Begrænsninger i mulighederne for etablering

Selskabets muligheder for etablering af aktiebaserede incitamentsaflønningsordninger kan være begrænsede i forskelligt omfang. For det første vil selskabet skulle iagttage en række selskabsretlige regler forinden etableringen. Deriblandt indgår selskabslovens nye regler for ledelsesaflønning, der som nævnt bl.a. bevirker, at selskaberne skal udarbejde en vederlagspolitik for selskabets ledelsesaflønning, herunder incitamentsaflønning. Retsvirkningen er, som tidligere beskrevet,

¹⁸⁵ L. Hindhede et al, 2005, side 31

¹⁸⁶ E. Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 55

¹⁸⁷ Ibid., side 56

at selskaberne udelukkende kan aflønne ledelsesmedlemmerne efter den generalforsamlingsgodkendte vederlagspolitik. Derudover vil reglerne i selskabslovens kapitel 12 skulle iagttages, såfremt selskabet ønsker at etablere en optionsordning, hvor aktierne leveres fra selskabets beholdning af egne aktier – det er et ofte set problem, at selskabets frie reserver begrænser mulighederne for at opkøbe egne aktier til levering ved medarbejderens udnyttelse af optioner.¹⁸⁸ Også selskabets ejerstruktur kan opstille forhindringer for etableringen af et aktiebaseret incitamentsprogram, såfremt ingen af selskabets aktionærer ønsker at afstå deres aktier – fordi et salg af aktier efter ligningslovens § 16 B udløser udbyttebeskatning – kan etableringen af en optionsordning hvor der sker levering af aktier være udelukket. Såfremt selskabet er børsnoteret på Nasdaq OMX, skal oplysningsforpligtelserne i ”Regler for udstedere af aktier” selvsagt også følges.

4.7 Selskabets leveringsforpligtelse

Vælger selskabet at etablere en aktiebaseret incitamentsordning, hvor selskabet skal levere egne aktier, vil det være hensigtsmæssigt at klarlægge leveringsforpligtelsen allerede på tidspunktet, hvor incitamentsordningen etableres, ved at opkøbe egne aktier. Ved at opkøbe egne aktier sikrer selskabet, at det vil kunne levere aktierne, når og hvis en medarbejder køber aktier ved en eventuel udnyttelse af en option. Vælger selskabet at afdække leveringsforpligtelsen ved at opkøbe egne aktier, er det selskabet, som bærer risikoen for eventuelle tab på aktierne – for selskabets aktionærer svarer det således til at geare investeringerne i selskabet. Dette efterlader spørgsmålet om, i hvilket omfang selskabet skal søge denne leveringsforpligtelse afdækket. Hvis incitamentsordningerne er betinget, eller hvis medarbejderens køb af aktierne er betinget af, at aktiekursen overstiger en på forhånd fastsat værdi, vil der for det første med stor sandsynlighed være medarbejderer, som ikke opfylder udnyttelsesbetingelsen, og for det andet er der en sandsynlighed for, at det ikke bliver attraktivt for medarbejderne at købe aktierne – dette taler således for, at selskabet ikke nødvendigvis behøver at søge leveringsforpligtelsen 100% dækket. Det vil for selskaberne således være en konkret vurdering, der bygger på en række omstændigheder så som medarbejderens købskurs kontra aktiernes markedsværdi, ordningens løbetid og diverse betingelser forbundet med købet af aktierne.¹⁸⁹

¹⁸⁸ E. Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 57

¹⁸⁹ Ibid.

4.8 Hvem bør tildeles aktiebaseret incitamentsordning?

Hvilken personkreds der i selskabet skal tildeles en aktiebaseret incitamentsordning, er også et vigtigt element i processen. Udgangspunktet i vurderingen af, hvilke medarbejdere der skal tildeles en aktiebaseret incitamentsordning, er at tildelingen skal ske til de medarbejdere, hvor tildelingen medfører en positiv effekt for aktionærene. I og med aktionærene reelt afgiver en del af deres ejerskab i selskabet - i forbindelse med tildelingen – skal tildelingen således resultere i en forøgelse af selskabets markedsværdi i en grad, som ikke tilsvarende ville kunne opnås med brugen af almindelig aflønning eller en bonusordning. Såfremt dette ikke er tilfældet, vil aktionærene således afgive en del af deres ejerskab i selskabet.¹⁹⁰ For aktionærene vil den positive effekt således foreligge, hvis den øgede markedsværdi af selskabet, som tildelingen af en aktiebaseret incitamentsordning ville kunne medføre, overstiger medarbejderens risikopræmie inklusiv eventuelle personlige omkostninger forbundet med tildelingen. Dette betyder derfor, at det bør være ansatte i selskabet, som selvstændigt er i stand til at påvirke selskabets markedsværdi, som tildeles en aktiebaseret incitamentsordning.¹⁹¹ Omvendt betyder dette dog ikke, at der ikke kan være fordele forbundet med, at selskabet tilbyder en bredere kreds af medarbejdere aktiebaseret incitamentsordninger. Her vil fordelene dog i større grad være forbundet med en antagelse om, at der for "almindelige" medarbejdere vil opstå en positiv effekt i form af, at der skabes en fællesskabsfølelse eller identitetsfølelse mellem medarbejderne og selskabet. Det antages dog, at denne potentielle identitetsfølelse ikke ville kunne medføre en lignende positiv effekt på selskabets markedsværdi, som eksempelvis en bonusordning ville kunne, hvorfor tildelingen af aktiebaseret incitamentsordninger til en bredere kreds af medarbejdere generelt ikke anses som værende erhvervsøkonomisk optimalt.¹⁹²

For selskabet skal det herefter vurderes, hvilke medarbejdere der opfylder kriteriet om at være i stand til selvstændigt at påvirke selskabets markedsværdi, og dermed også være omfattet af den gruppe af medarbejdere, hvor det antages at være optimalt at tildele aktiebaserede incitamentsordninger. Medarbejdere omfattet heraf vil selvfølgelig være medlemmer af direktionen, men også andre medarbejdere, som besidder betydningsfulde ledende poster eksempelvis afdelingschefer eller lignende. Derudover er selskabets bestyrelse også et organ, som opfylder kriteriet. Da

¹⁹⁰ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 33

¹⁹¹ Ibid., side 34

¹⁹² Ibid., side 35

det er bestyrelsen, der i højere grad end direktionen, fastsætter selskabets langsigtede strategier, er det for aktionærene også vigtigt, at bestyrelsens interesser og målsætninger er sammenfaldende med aktionærernes. Endvidere vil særligt udvalgte nøglemedarbejdere, som eksempelvis forskere inden for et specialområde være medarbejdere der selvstændigt positivt ville kunne påvirke selskabets markedsværdi. Angående forskere ses en begrænset påvirkning af aktiebaserede incitamentsordninger på tilrettelæggelsen af selve forskningen, dog vil det kunne være nødvendigt at tilbyde incitamentsordninger for at kunne tiltrække og fastholde de mest kompetente forskere.¹⁹³

Vedrørende bestyrelsen er der en række yderligere argumenter til støtte for, at tildelingen af en aktiebaseret incitamentsordning vil være optimal. For det første kan kontrolaspektet nævnes. Bestyrelsen udgør i selskabet et ledelsesorgan, der både har til opgave at forestå den overordnede ledelse og kontrollere, at direktionen varetager den daglige ledelse på behørig vis. Bestyrelsen fungerer således som et kontrolorgan for direktionen, der udover generalforsamlingen ikke selv er underlagt noget kontrolorgan. Såfremt generalforsamlingen består af en spredt ejerkreds, vil generalforsamlingen sjældent være i stand til at udøve en effektiv kontrol. Det betyder dermed, at aktionærene kan anses som værende afhængige af den valgte bestyrelse, uden reelle muligheder for indgriben før den næste generalforsamling finder sted. I og med aktionærene ikke løbende effektivt kan udføre kontrol med bestyrelsens arbejde, vil det være anbefalelsesværdigt for aktionærene, at de på en alternativ måde sikrer, at bestyrelsen varetager aktionærernes interesser.

Det ville kunne sikres via tildelingen af en aktiebaseret incitamentsordning, således at bestyrelsesmedlemmernes interesser i højere grad end tidligere tilpasses aktionærernes. Et andet argument til støtte for at et selskabs bestyrelse bør aflønnes med en aktiebaseret incitamentsordning, vedrører professionelle bestyrelsesmedlemmers risikoaversion. Det antages generelt, at professionelle bestyrelsesmedlemmer er mindre risikoaverse end selskabets øvrige medarbejdere, fordi bestyrelseshonoraret ofte udgør en mindre del af deres samlede indtægt, hvorfor de har mulighed for at diversificere deres indtægt, hvilket dermed betyder, at professionelle bestyrelsesmedlemmer ofte vil kræve en mindre risikopræmie, som omtalt i afsnit 3.3.1. Omkostningerne forbundet

¹⁹³ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 36

med at tildele en aktiebaseret incitamentsordning vil derfor også i sådanne tilfælde være mindre for selskabet.¹⁹⁴

Til trods for dette, ses det som tidligere nævnt i afsnit 2.3.1.1, at punkt 4.1.3 i Anbefalingerne for God Selskabsledelse anbefaler, at selskaber *ikke* aflønner bestyrelserne med aktiebaseret incitamentsordninger. Dette afspejles også i den faktiske verden, hvor det i forbindelse med PwC's "Lønundersøgelsen" kan ses, at kun to af de inkluderede OMXC25 selskaber aflønner bestyrelsen med aktiebaserede incitamentsordninger.¹⁹⁵

4.9 Betinget tildeling eller udnyttelse

Hvad der generelt menes med, at en tildeling af en aktiebaseret incitamentsordning er betinget af, at udnyttelsen af *instrumentet* er gjort betinget af, at den enkelte medarbejder f.eks. fortsat er ansat i selskabet på udnyttelsestidspunktet. Ved at gøre udnyttelsen betinget vil selskabet dermed kunne fastholde medarbejderen, hvis denne overvejer at finde et nyt job. Dette kræver dog, at incitamentsordningen har en vis værdi på tidspunktet, hvor medarbejderen overvejer jobskiftet. Modsætningen til dette vil således være en ubetinget aktiebaseret incitamentsordning, hvor medarbejderen vil kunne skifte job uhindret og blot udnytte instrumentet, såfremt dette er *in the money* på udnyttelsestidspunktet. Dog kan det tænkes, at en ubetinget incitamentsordning også kan have en vis fastholdelseeffekt. Dette vil være tilfældet, hvis den jobskiftende medarbejder ikke har tillid til, at dennes efterfølger i samme omfang formår at påvirke selskabets markedskurs positivt, og værdien af incitamentsordningen således falder.¹⁹⁶

Dette efterlader spørgsmålet, om det vil være optimalt for selskabet og dets aktionærer, at der opstår sådanne fastholdelseeffekter af medarbejderne. For aktionærerne må udgangspunktet være, at en fastholdelse af dygtige og kompetente medarbejdere er ønskværdigt, hvorimod fastholdelsen af medarbejdere, som ikke yder den efterspurgte indsats, ikke ønskes. For medarbejderne er udgangspunktet, at de ved at arbejde der, hvor de i forhold til deres indsats, får den højeste løn, vil søge at maksimere deres egen nytte, som falder i tråd med afsnit 3.1.3.¹⁹⁷

¹⁹⁴ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 37

¹⁹⁵ "Lønundersøgelsen", PwC, 2019, side 14

¹⁹⁶ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 71

¹⁹⁷ *Ibid.*, side 72

Problemet for selskabet er, at fastholdelseeffekten, der opstår gennem en betinget aktiebaseret incitamentsordning, ikke skelner til, om medarbejderen er kompetent. Fastholdelseeffekten har således kun en forbindelse til, om incitamentsordningen har en værdi for medarbejderen på tidspunktet, hvor denne ønsker at forlade virksomheden. I forhold til medarbejdere som yder en dårlig indsats, kan der opstå det problem, at disse slet ikke ønsker af forlade selskabet, af den grund at de næppe ville kunne opnå en lønstigning andetsteds – der forekommer et *”rent seeking”*-problem hos disse medarbejdere. Selskabet risikerer således, at disse medarbejdere fastholdes uanset om disse aflønnes med en betinget aktiebaseret incitamentsordning eller ej.

For aktionærernes vedkommende, må det således umiddelbart anses for optimalt, at den aktiebaseret incitamentsordning gøres betinget, da de førnævnte fastholdelseeffekter herved opnås overfor dygtige medarbejdere, som ikke ville være tilfældet hvis incitamentsordningen var ubetinget. For medarbejderens vedkommende, vil det derimod umiddelbart anses for optimalt at gøre incitamentsordningen ubetinget. Grunden til dette er, at medarbejderens nytte af incitamentsordningen ikke bliver påvirket af, om medarbejderen inden for en kort periode efter tildelingen skifter job. For medarbejderen vil nytten af en betinget incitamentsordning således blive begrænset i forhold til en ubetinget ordning, fordi medarbejderen vil tillægge en betinget incitamentsordning lavere værdi, da sådanne alt andet lige vil være forbundet med større usikkerhed.¹⁹⁸ For at opnå den mest optimale situation, må selskaberne således foretage en konkret vurdering, hvori spørgsmålet om hvilke hensyn, der synes vigtigst, må indgå.

I forbindelse med selskabslovens nye regler angående ledelsesaflønnings, ses som nævnt, at hensynene til aktionærerne vejer tungt. I tråd med dette er et af formålene med de nye regler også at sikre en mere langsigtet tilgang til incitamentsaflønnings, hvilket derfor må tale for, at aktiebaserede incitamentsordninger gøres betingede. Dette understøttes også af den økonomiske teori, jf. forrige kapitel med hensyn til ensretning af interesserne.

4.10 Incitamentsordningens vægtandel af den samlede lønpakke

Når selskabet har besluttet hvilke medarbejdere, der skal tildeles en aktiebaseret incitamentsordning, skal det herefter fastlægges, hvor stor en vægtandel incitamentsordningen skal udgøre af medarbejderens samlede lønpakke. I den økonomiske litteratur er denne problemstilling kendt

¹⁹⁸ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 72.

som spørgsmålet om intensiteten af incitamentet, hvilket er kort behandlet i afhandlingens afsnit 3.2.3.3 og uddybet nærmere nedenfor.

Vægtandel skal i nærværende afsnit forstås som den procentuelle vægtandel af den samlede lønpakke og ikke den nominelle størrelse.

Med udgangspunkt i Milgrom & Roberts' "Incentive Intensity Principle"¹⁹⁹ kan der således opstilles fire elementer eller faktorer, som er af væsentlig betydning for at kunne fastsætte den mest optimale vægtandel af en aktiebaseret incitamentsordning. Igen er det udledt sprogligt og ikke matematisk:

1. Hvis og såfremt medarbejderen skaber ekstra bruttofortjeneste ved at få tildelt en aktiebaseret incitamentsordning, og denne bruttofortjeneste overstiger omkostningerne (medarbejderens risikopræmie²⁰⁰ og personlige omkostninger) vil den optimale intensitet af incitamentsordningen – alt andet lige - skulle være høj. Profilen for kurven af medarbejderens omkostninger bør dog også inddrages i denne vurdering, fordi hvis omkostningerne for medarbejderen hurtigt bliver meget høje i forbindelse med en stigende intensitet, vil dette således tale for en lav intensitet.
2. Medarbejderens risikoaversion er også en vigtig faktor i fastsættelsen af intensiteten af incitamentsordningen. Hvis medarbejderen har en høj risikoaversion, vil dette således tale for en lav intensitet af incitamentsordningen, fordi medarbejderens risikopræmie da vil blive højere.
3. Den tredje faktor angår selskabets mulighed for både at måle og kontrollere medarbejderens performance. Såfremt dette kan lade sig gøre, vil kvaliteten af målingen være afgørende for, om intensiteten skal være høj eller lav. Jo mere præcis selskabets måling af medarbejderens præstation er, jo højere vil intensiteten skulle være.
4. Den sidste og fjerde faktor angår medarbejderens mulighed for at kunne reagere på incitamentsaf-lønningen. Intensiteten af incitamentsordningen skal optimalt set være højest i forhold til de medarbejdere, som også har den største mulighed for at kunne reagere på dem, eksempelvis ved at træffe alternative beslutninger. Såfremt en medarbejder *ikke* kan omlægge eller omstrukturere sin arbejdsgang, til trods for at denne er blevet tildelt en aktiebaseret incitamentsordning, ville der slet ikke eksistere et behov for at anvende aktiebaseret incitamentsordninger.

¹⁹⁹ Milgrom & Roberts side 221.

²⁰⁰ Se mere i afhandlingens afsnit 3.2.3.1

De første to faktorer relaterer sig således til *den totale sikkerhedsækvivalens*²⁰¹ i og med dét, der forsøges maksimeret, er bruttofortjenesten inklusive fradrag af medarbejderens risikopræmie, som afhænger af den enkelte medarbejders risikoaversitet. For at finde den optimale vægtandel i en konkret ordning, er det medarbejderens evne til at skabe yderligere bruttofortjeneste i forbindelse med tildelingen af en aktiebaseret incitamentsordning, der direkte skal relateres til medarbejderens risikoaversitet.²⁰²

Dette efterlader spørgsmålet om, hvorledes niveauet af faktor 1 og 2 fastlægges. Vurderingen af en given medarbejders evne til at skabe yderligere bruttofortjeneste som følge af tildelingen af en aktiebaseret incitamentsordning må betragtes som værende forholdsvis kompliceret. Eftersom der ikke findes nogen konkrete regler om, at bruttofortjenesten kan forventes at stige med X antal kroner for hver aflønnet krone, der overføres til en aktiebaseret incitamentsordning, må vurderingen derfor i høj grad foretages på baggrund af en principal-agent tankegang. Udgangspunktet i denne tankegang er, som tidligere beskrevet, at tildelingen af en aktiebaseret incitamentsordning vil skabe en ejeridentitet hos den givne medarbejder, hvilket medfører at medarbejderen i højere grad træffe beslutninger, som tilgodeser aktionærernes interesser og dermed forhåbentlig skaber en forøgelse af selskabets markedsværdi. På baggrund af denne antagelse bør vurderingen af medarbejderens muligheder for at forøge selskabets bruttofortjeneste, derfor relatere sig til "påvirkningseffekten"²⁰³, hvor dette således betyder, at jo større effekt en given medarbejders beslutninger har på selskabet, des større er påvirkningen også på selskabets bruttofortjeneste, hvorfor intensiteten af den aktiebaserede incitamentsordning bør følge denne effekt.

På baggrund af Milgrom & Roberts' faktor 1 kan det dermed udledes, at både selskabets direktion og bestyrelse skal tildeles en højere intensitet af aktiebaserede incitamentsordninger end selskabets øvrige medarbejdere, herunder afdelingschefer og lignende, da beslutningerne truffet af disse ledelsesorganer i høj grad påvirker selskabets udvikling og dermed også selskabets markedsværdi. Dog skal den enkelte medarbejders individuelle risikoaversion holdes for øje, da en for høj risikoaversion kan lede til meget store risikopræmier – endda så store, at risikopræmien potentielt

²⁰¹ Ved udformningen af en optimal aflønning med en aktiebaseret incitamentsordning, er det begge parter sikkerhedsækvivalente indkomst, som søges maksimerer, hvorfor det vil være tale om den totale sikkerhedsækvivalens.

²⁰² P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 44

²⁰³ Ibid., side 44

kan overstige den øgede markedsværdi, som medarbejderen skaber, til trods for at medarbejderen har en stor indflydelse.

Ved vurderingen af en medarbejders risikoaversion, er det den enkelte medarbejders økonomiske forhold samt personlige holdning til risiko, der bør danne grundlaget. Ofte ses det, at en medarbejders risikoaversion er aftagende med indkomstniveauet, dette betyder, at jo større indkomsten bliver, jo højere risiko vil medarbejderen således være villig til at løbe. Risikopræmien bliver således marginalt aftagende med indkomstens størrelse. Medarbejderen vil som udgangspunkt også have en minimumsløn, med hvilken medarbejderen ikke ønsker en risiko forbundet med.

Når vægtandelen for den enkelte medarbejder skal fastsættes, skal det indledningsvist vurderes, hvorvidt medarbejderens personlige holdning til risiko svarer til den beskrevet generelle holdning. Efterfølgende skal medarbejderens lønniveau samt formue holdes overfor medarbejderens risikofri minimumsløn – difference heraf vil herefter delvist kunne anvendes til den mere risikofyldte aflønning med aktiebaserede incitamentsordninger. Vægtandelen afhænger således af den enkelte medarbejders lønniveau. Dette betyder dermed også, at grundet risikoaversionen vil vægtandelen kunne være højere ved en høj indkomst end ved en lav indkomst.

Derudover skal det også vurderes, om den enkelte medarbejders indtægt er mere eller mindre diversificeret, eller om medarbejderen alene modtager indtægten fra selskabet. Såfremt medarbejderen har en vis grad af diversifikation af sin indtægt, eksempelvis gennem bestyrelseshonorar, renter fra obligationsposter mv., vil vægtandelen af den aktiebaserede incitamentsordning kunne sættes højere, da diversifikationen – alt andet lige – vil betyde, at medarbejderen er mindre risikoavers. Dette taler således også for, at medlemmer af selskabets bestyrelse vil kunne tildeles en stor vægtandel af aktiebaserede incitamentsordninger. Dog skal det også holde for øje, at fastsættelsen af exercisekursen også kan påvirke medarbejderens risikoaversion.

Hvad angår faktor 3, der som nævnt vedrører selskabets mulighed for at måle og kontrollere, har denne faktor reelt set størst betydning, når det kommer til fastsættelsen af exercisekursen, da målbarheden af den enkelte medarbejder og dennes præstationer her er af afgørende betydning. Dog skal det blot nævnes, at denne faktor også har relevans i forhold til vurderingen af, hvilke medarbejder der bør tildeles en aktiebaseret incitamentsordning, jf. afsnit 4.8, da der her vil

kunne opstå et "free-ride" problem med de medarbejdere, som ikke selvstændigt kan yde indflydelse på selskabets markedsværdi.²⁰⁴

For så vidt angår faktor 4, der vedrører medarbejderens mulighed for at kunne reagere på incitamentsafløbning, skal det bemærkes at denne faktor er tæt forbundet med påvirkningseffekten som behandlet ved faktor 1 og 2. Derudover understreger faktor 4 også, at det er medarbejdere med høj påvirkningseffekt, der bør have den største vægtandel af aktiebaserede incitamentsordninger i forhold til den samlede lønpakke.

Der eksisterer også en anden faktor, som er særdeles relevant for fastsættelsen af vægtandelen, som dog ikke indgår som en del af "the Incentive Intensity Principle" – nemlig medarbejderens incitamentsmodtagelighed. Denne faktor skal således ses i sammenhæng med medarbejderes nyttefunktion i den forstand, at såfremt medarbejderen er særlig modtagelig overfor incitamenter – det kunne være, fordi medarbejderen får stor nytte eller føler sig særligt værdsat som følge af tildelingen – behøver intensiteten af den aktiebaserede incitamentsordning ikke, alt andet lige, at være specielt høj for at kunne opnå den ønskede effekt.²⁰⁵

4.11 Incitamentsordningens løbetid

I forbindelse med aktiebaserede incitamentsordninger ses det ofte, at sådanne ordninger karakteriseres som værende "langsigtede", hvorimod almindelige bonusordninger ofte karakteriseres som værende "kortsigtede". Disse karakteriseringer må betegnes som sandheder med modifikationer, idet det afgørende element er, hvor lang tid der går, før de aktiebaserede incitamentsordninger kan udnyttes. I nærværende afhandling vil langsigtede aktiebaserede incitamentsprogrammer forstås som ordninger, der løber længere end 3 år. Eksempelvis vil en aktieoption, med et udnyttelsestidspunkt der ligger et år efter tidspunktet, hvor denne er blevet tildelt, ikke kunne blive karakteriseret som værende langsigtet.

Idéen bag anvendelsen af langsigtede incitamentsordninger er, at medarbejderen således får incitament til at træffe beslutninger, der ligeledes er langsigtede, hvilket ud fra et økonomisk perspektiv umiddelbart resulterer i den optimale maksimering af selskabets markedsværdi. Når der i et

²⁰⁴ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 46

²⁰⁵ Ibid.

selskab anvendes en langsigtet strategi, vil det ofte ende med, at selskabet afholder flere omkostninger til eksempelvis udvikling og forskning, end hvis der anvendes en kortsigtet strategi. Ofte vil fokus i en kortsigtet strategi være på omkostningsminimering fremfor profitmaksimering. Direktører, der kun aflønnes med almindelig løn samt bonusordninger, ses ofte at fokusere kortsigtet på selskabets resultat for det enkelte år.

Et argument for at gøre aktiebaserede incitamentsordninger langsigtede er, at der i praksis ofte vil gå et stykke tid, før den enkelte medarbejders valg eller indsats reelt vil kunne ses i måleenheden, det kan eksempelvis være selskabets aktiekurs.

Selskabets direktør eller bestyrelsesmedlemmer træffer løbende beslutninger, der vil kunne få en væsentlig betydning for selskabets aktiekurs, det er dog sjældent, at effekten af disse beslutninger kan ses med det samme på selskabets aktiekurs. Hvad angår selskabets almindelige medarbejdere, vil arbejdsindsatsen derimod hurtigere kunne ses på selskabets aktiekurs, fordi indsatsen fra almindelige medarbejdere i højere grad er forbundet med selskabets resultat for det enkelte år.

Den almindelige medarbejders indsats vil sædvanligvis have en undseelig effekt på selskabets aktiekurs, især ved lav "påvirkningseffekt", men effekten vil – alt andet lige – kunne ses hurtigere.²⁰⁶ Dette betyder derfor, at en medarbejder med væsentlig indflydelse i selskabet, vil sætte en lavere risikopræmie på en aktiebaseret incitamentsordning med en lang løbetid, set i forhold til en incitamentsordning med en kort løbetid. Da den enkelte medarbejders indsats vil resultere i større indflydelse på selskabets aktiekurs ved en langsigtet incitamentsordning, vil usikkerheden på incitamentsordningen med lang løbetid derfor også blive forholdsvis mindre.

Denne ovennævnte "tidsforskydningseffekt" peger således på, at selskabets ledende medarbejdere, så som direktionsmedlemmer og bestyrelsesmedlemmer, skal tildeles aktiebaseret incitamentsordninger med lang løbetid, og at almindelige medarbejdere bør tildeles incitamentsordninger med kortere løbetid.

Ifølge den økonomiske litteratur, vil der kunne opstå et særskilt problem ved incitamentsordninger med lang løbetid, som kaldes "hold up-problemet". Dette problem kan opstå i tilfælde, hvor en aftalepart med henblik på at opfylde sin del af aftalen, har foretaget en ikke ubetydelig investering, og hvor en håndhævelse af aftalen ved domstolene må anses som vanskelig. Modparten vil måske, efter investeringen er foretaget, forsøge at genforhandle aftalen og dermed presse den anden

²⁰⁶ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 68

part til at acceptere ændringer i aftalen, som denne ikke ville have accepteret i den oprindelige aftale, men som denne nu vil ses sig nødsaget til at acceptere som følge af den foretagne investering. Jo længere løbetid der er på de pågældende incitamentsordninger, jo mere udtalt vil holduproblemet således blive. Såfremt incitamentsordningen er in-the-money, og ordningen også er betinget af forsat ansættelse, vil arbejdsgiveren stå i en stærk forhandlingsposition og dermed kunne presse medarbejderen til at foretage handlinger/dispositioner, som medarbejderen ellers ikke ville have foretaget. Såfremt en incitamentsordning med lang løbetid skal anses som værende optimal, vil en forudsætning således derfor være, at aftalen ikke ville kunne bringes til genforhandling.²⁰⁷ Såfremt en medarbejder, udover almindelig fast løn, aflønnes med både aktiebaserede incitamentsordninger og almindelige bonusordninger, vil der kunne opstå et problem i forbindelse med fastlæggelsen af intensiteten. Dette problem kan opstå af den årsag, at medarbejderen vil vælge at maksimere enten den aktiebaserede incitamentsordning eller bonusordningen. Hvis og såfremt der er forskel på den marginale nytte mellem de to forskellige incitamentsbaserede aflønningsformer, vil den enkelte medarbejder blot fokusere på den aflønningsform, hvor den marginale nytte er størst for medarbejderen. Ifølge teorien "Equal Compensation Principle"²⁰⁸ betyder dette således, at hvis det er vanskeligt eller umuligt at måle den enkelte medarbejders indsats, vil den marginale nytte af medarbejderens to mulige aktiviteter skulle være identisk. Hvis ikke, vil aktiviteten der for medarbejderen giver den mindste marginale nytte, enten modtage meget lidt eller slet ingen opmærksomhed fra medarbejderen.²⁰⁹ I tilfælde af at en medarbejder modtager to former for incitamentsfremmende aflønninger, herunder også aktiebaserede incitamentsordninger med forskellig løbetid, gælder det således, at der bør være en vis sammenhæng mellem den forbundne risiko og de mulige udbytter. Særligt ved aktiebaserede incitamentsordninger, hvor der anvendes forskellige løbetider, vil der potentielt være en tendens til, at medarbejderens tidshorisont svarer til det tidspunkt, hvor incitamentsordningen kan udnyttes, altså udnyttelsestidspunktet. En potentiel kursstigning på netop dette tidspunkt vil nemlig også være regnet ind i den potentielle gevinst på den næste incitamentsordning, med mindre der i mellemtiden er sket et kursfald. Dette betyder dermed også, at incitamentsordninger, der tildes løbende, vil resultere i mere kortsigtede incitamentter hos medarbejderen, i forhold til incitamentsordninger der alene tildes

²⁰⁷ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 69

²⁰⁸ Udledt af Milgrom og Roberts i forlængelse af intensitetsprincippet

²⁰⁹ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 69

en enkelt gang. Der er imidlertid det problem med langsigtede incitamentsordninger, at løbetiden bliver kortere som følge af tidens gang, hvilket betyder, at medarbejderens tidshorizont ligeledes bliver kortere. Dette problem kan dog delvist løses med løbende tildeling.²¹⁰

Det må generelt anbefales, at aktiebaserede incitamentsordninger gøres langsigtede. For det første på baggrund af det ovenstående, men også fordi selskabslovens nye ledelsesaflønningsregler bestemmer, at sådanne incitamentsordninger skal være langsigtede med det formål at forhindre uhensigtsmæssige kortsigtede beslutninger fra selskabets ledelsesorganer, som i sidste ende vil kunne resultere i store tab for selskabets aktionærer.

Også økonomisk teori tiltræder dette, da man således knytter medarbejdernes løn til selskabets performance over længere tid, hvilket er i aktionærernes interesse, jf. afsnit 3.2.1.

4.12 Engangs eller løbende tildeling

En løbende tildeling er situationen, hvor aktieaflønnings bliver tildelt over tid, i stedet for aktielønnen udbetales på én gang.

Der er adskillige argumenter for, hvorfor selskabet bør tildele incitamentsaflønnings over tid. Argumenterne er bl.a. større økonomisk fleksibilitet for selskabet, da selskabet kan tilpasse mængderne af aktier i henhold til deres interne økonomi. Yderligere påvirker det motivationen af medarbejderne til at blive i selskabet, da de får aktier tildelt løbende. Dette skaber hos medarbejderen en motivation for at maksimere markedsværdien af selskabet.

Det ses for det meste, at det er opstillet en række betingelser for optjening af aktierne.

Det mest almindelige er, at det er krævet, at medarbejderen er ansat i selskabet²¹¹, så medarbejderen ikke får andel i en værditilvækst, som vedkommende ikke har bidraget til at skabe.²¹² Dette kaldes en ansættelsesbetingelse²¹³.

Selskaberne kan også opstille krav til målopfyldelse, KPI'er, som måtte være vigtige for selskabet for at opnå en tilvækst i deres værdi. Dette vil motivere medarbejderne til at opnå målene og få dem til at arbejde hen mod disse KPI'er. KPI'er kan være mål om at have en vis procentdel af sine salg genereret fra et bestemt produkt.

²¹⁰ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 70

²¹¹ For uddybende se afsnittet om betinget udnyttelse eller tildeling

²¹² E. Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, side 60

²¹³ De gamle regler i Aktieoptionsloven om bad & good leaver er ophævet, hvorfor disse regler ikke diskuteres

Det er vigtigt, at man opstiller KPI'er som er målbare og afspejler sig i selskabets forretningsstrategi/forretningsmål, så KPI'erne ikke bliver uklare og får en uønsket effekt, hvis det ikke fremgår tydeligt, hvordan de måles og er i trit med selskabets strategi/mål. Udover dette er det vigtigt, at selskabet ikke får for mange KPI'er, da det skaber problemer for medarbejderne at holde styr på for mange. Ydermere ses det oftest, at aktierne tildeles over tid, og medarbejderen optjener retten til aktierne gennem sit hverv.

En løbende tildeling af aktier går godt i spænd med tankesættet i den nye selskabslov, da man her tilsigter den langsigtede bæredygtighed i selskabet, hvilket den løbende tildeling bidrager med, når man giver medarbejderne incitamentet til at arbejde i selskabets interesse over længere sigt og opnå retten til tildeling, og det bidrager også med, at selskabet afhjælper principal-agent-problemet, som beskrevet i kapitel 3, da man ensretter aktionærerne og medarbejdernes interesse på sigt.

4.13 Udnyttelsesperioden og medarbejderens ret til at sælge aktier

I forlængelse af ovenstående afsnit om den løbende tildeling er det aktuelt at tale om udnyttelsesperioden, som er den periode, hvori medarbejderen kan afhænde sine aktier.

Når en medarbejder sælger sine aktier, så vil incitamentsstrukturen alt andet lige blive forværret, da selskabet nu ikke længere kan forvente, at medarbejderne vil træffe samme valg eller yde en lige så stor indsats, som da de havde aktierne i hænde – som beskrevet i det foregående kapitel, så skal man sørge for, at der er sammenfaldende interesser mellem aktionærerne og selskabet, så incitamentet består. Markedsværdien må forventes at falde, såfremt der ikke er incitament til at handle værdimaksimerende.

Derfor bør medarbejderne ikke være berettigede til at sælge deres aktier umiddelbart med det samme. Det skal heller ikke omvendt være således, at agenten ikke kan afhænde aktierne, så de er værdiløse for vedkommende.

Det almindelige er, at når retten til aktierne er optjent, så kan aktierne udnyttes i en periode derefter. Det er ud fra økonomisk teori mest fordelagtigt at have en lang løbende tildeling, hvor interesserne er forbundet. Derfor kan det anbefales, at man aftaler at udnyttelsen skal ske over en længere periode.

Når børsnoterede aktier sælges, skal man som selskab sørge for, at man iagttager og overholder de børsretlige regler, såsom interne retningslinjer for medarbejdersalg, fondsbørsmeddeles om salg og reglerne for insiderviden etc.

4.14 Fastlæggelse af udnyttelseskursen

4.14.1 Indledning

Da udnyttelseskursen har en betydning for både værdien af den tildelte incitamentsordning samt incitamentsstrukturen, er fastlæggelsen af udnyttelseskursen et omdiskuteret spørgsmål i den økonomiske litteratur. Udnyttelseskursen kan således være enten fast eller variabel. Hvis udnyttelseskursen er fast, bruges også udtrykket absolut. Ved variabel udnyttelseskurs forstås, at kursen i perioden fra tildelingstidspunktet frem til udnyttelsestidspunktet, eventuelt ændres.

4.14.2 Fast udnyttelseskurs

4.14.2.1 Fastlæggelsesmåder

Hvis der i forbindelse med en aktiebaseret incitamentsordning vælges en fast udnyttelseskurs, vil medarbejderen kun blive aflønnet på baggrund af, hvor meget de underliggende aktiers kurs stiger i forhold til udnyttelseskursen. Dette betyder, at hvis en udnyttelseskurs på 150 er tilsvarende markedskursen på de underliggende aktier på tildelingstidspunktet, og kursen på udnyttelsestidspunktet for de underliggende aktier udgør 250, vil medarbejderen dermed kunne realisere en gevinst svarende til 100 kurspoint, såfremt aktierne sælges, eller hvis der er krav om differenceafregning.

Som hovedregel findes der tre måder, hvorpå udnyttelseskursen fastlægges. Hvis kursen fastlægges således, at den er lig med kursen på den underliggende aktie på tildelingstidspunktet, siges incitamentsordningen at være *at-the-money* på tildelingstidspunktet. Kursen kan også fastlægges til at være enten over eller under markedskursen på den underliggende aktie på tildelingstidspunktet, hvorved incitamentsordningen siges at være henholdsvis *out-of-the-money* eller *in-the-money*.²¹⁴

Vælges der en *at-the-money* udnyttelseskurs, kan dette ofte ses som et udtryk for, at selskabet ønsker, at medarbejderen får en andel af den samlede værditilvækst, som medarbejderen i løbet af sin ansættelse har været med til at skabe fra og til tildelingstidspunktet.

²¹⁴ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 48

Vælges der en *out-of-the-money* udnyttelseskurs, vil dette være et udtryk for, at selskabet ønsker, at medarbejderens andel kun skal svare til den værditilvækst, der ligger ud over en given kurs.

Vælges det at fastlægge udnyttelseskursen som værende *in-the-money*, vil dette som oftest ses som et udtryk for, at selskabet ønsker at give medarbejderen end højere løn.

I og med tildelingen af *in-the-money* incitamentsordninger bl.a. har karaktertræk af en tildeling af aktier i selskabet, vil der skabes en alternativ form for incitamentsstruktur for medarbejderen, da en større del af dennes løn således allokeres til de aktiebaserede incitamentsordninger.

Det er også muligt, at udnyttelseskursen løbende tillægges et fast forrentet tillæg, som kaldes en *hurdlerate*. Ved fastsættelsen af en hurdle rate, vil det kunne ses som et udtryk for, at selskabet ønsker at medarbejderen kun skal belønnes for den del af kursstigningen, som ligger ud over selskabets forventede kursstigning. Det vil dermed sige, at den endelige udnyttelseskurs først ligger fast, når det endelige udnyttelsestidspunkt kendes.

Eftersom en hurdlerate har en betydning for, hvor stor sandsynligheden er for, at den aktiebaseret incitamentsordning ender som værende *in-the-money*, spiller valget af hurdle rate en central rolle i incitamentsstrukturen og medarbejderens værdiansættelse af incitamentsordningen. En hurdle rate kan ligeledes gøres enten fast eller variabel. Er hurdleraten variabel, betyder dette at den følger en faktisk udviklingen i perioden, eksempelvis udviklingen på OMXC25 indekset. En fast hurdle rate relaterer sig derimod til en i forvejen forventet udvikling i perioden.

Desto længere løbetid der er på de aktiebaserede incitamentsordninger, desto mere vil dette således tale for at gøre *hurdleraten* variabel, fordi det forudgående skøn over den forventede udvikling bliver mere usikker jo længere perioden er.²¹⁵

Den største fordel forbundet med fastlæggelsen af en *fast* udnyttelseskurs, med en eventuel *fast* hurdle rate er, at beregningerne bliver væsentlig mindre komplicerede. Dette betyder dermed, at det for både medarbejderen samt selskabets aktionærer, og potentielle investorer bliver lettere at gennemskue værdien af incitamentsordningen på tildelingstidspunktet. Noget, der som nævnt i afhandlingens juridiske del, er af væsentlig betydning i forhold til formålene og hensigten bag selskabslovens nye regler for ledelsesaflønnings. Hvis udnyttelseskursen er fast, kan værdien af incitamentsordningen dog i visse tilfælde ende med at blive mere eller mindre tilfældig, fordi selskabets

²¹⁵ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 50

kursudvikling afhænger af en række eksogene forhold, udover selve medarbejderens indsats, bl.a. den specifikke branche selskabet indgår i.

4.14.2.2 Fastlæggelse af niveauet for udnyttelseskursen

Som tidligere nævnt vil en medarbejder kræve en risikopræmie, hvis der tilføjes en vis usikkerhed til dennes samlede lønpakke, fordi medarbejderen vil foretrække en lavere, men mere sikker indkomst. Medarbejderens risikopræmie vil således stige i takt med, at en større andel af dennes samlede lønpakke kan allokeres til en aktiebaseret incitamentsordning. Som følge af dette, er det særdeles relevant at foretage en vurdering af, hvilken risikopræmie en fastlæggelse af en given udnyttelseskurs medfører, samt hvilket incitamentsstruktur dette vil resultere i.

Fastlæggelsen af niveauet for udnyttelseskursen har en nøje sammenhæng med incitamentsordningens vægtandel samt den enkelte medarbejders værdiansættelse af incitamentsordningen – dvs. desto lavere udnyttelseskurs, desto større andel af den samlede lønpakke.²¹⁶ Dette medfører således, at når udnyttelseskursen er høj, vil medarbejderen dermed kræve en høj risikopræmie. Modsætningsvist vil en lav udnyttelseskurs have den betydning, at den aktiebaseret incitamentsordnings gevinst bliver mere sikker, og dermed vil dette have den modsatte effekt.

Vurderingen af, om en given medarbejders incitamentsstruktur bliver påvirket af udnyttelseskursens fastlæggelse, må betegnes som vanskelig. Fastlægges udnyttelseskursen som lav, vil dette omtrent være det samme, som hvis medarbejderen foretager en investering i selskabet. Dette betyder, at jo lavere udnyttelseskursen fastlægges, jo mere vil det minde om ordinær aktiebesiddelse. Det positive, der kan udledes af dette, er, at medarbejderens tankegang vil ændre sig fra værende som en medarbejder til som en aktionær. Det negative som vil kunne udledes af dette er dog, at medarbejderen på baggrund af denne "investering" vil blive mere varsom og måske endda mindre innovativ, fordi de valg medarbejderen træffer vil få konsekvenser for både "investeringen" og ansættelsen. Fordi medarbejderen sandsynligvis vælger at vente med at træffe de risikable beslutninger, indtil denne har modtaget den potentielle fortjeneste fra incitamentsordningen, vil det netop nævnte problem nok også blive mere udtalt, jo tættere incitamentsordningen er på udløb.²¹⁷ Udnyttelseskursen kan også fastlægges for højt, endda så højt at medarbejderen

²¹⁶ Dog under den forudsætning, at medarbejderens samlede lønpakke holdes konstant, i og med værdien af incitamentsordningen stiger

²¹⁷ Kendt som et "end game problem", som beskrevet af Milgrom & Roberts, 1992, side 266

aldrig ville kunne påvirke selskabets markedsværdi i en sådan grad, at incitamentsordningen ender som værende *in-the-money*. Hvis dette er tilfældet, vil der således ikke blive skabt noget incitament overhovedet. Såfremt udnyttelseskursen fastlægges for højt, vil medarbejderen kunne blive fristet til at træffe for risikable beslutninger, i håbet om at maksimere selskabets markedsværdi. Dette er et muligt scenarie fordi, medarbejderen ikke risikerer at miste en "investering" når udnyttelseskursen er for høj. Trods dette, vil det typisk være anset som optimalt at tildele medarbejderen en incitamentsordning med en høj udnyttelseskurs. Udnyttelseskursen bør dog ikke være så høj, at det inden for en given periode er urealistisk, at incitamentsordningen vil ende som værende *in-the-money*. Såfremt medarbejderen, der aflønnes med en aktiebaseret incitamentsordning, er risikoavers, vil det være optimalt at fastlægge udnyttelseskursen på en sådan måde, at incitamentsordningen altid er *in-the-money*, da dette således vil resultere i den mest optimale incitamentsstruktur.²¹⁸

I forbindelse med fastlæggelse af udnyttelseskursen, er selskabets dividende politik særlig vigtig at holde for øje, da en udbetaling af dividende – alt andet lige – vil betyde at kursen på de underliggende aktier vil falde, hvilket betyder at værdien af incitamentsordningen udvandes.

4.14.3 Variabel udnyttelseskurs

4.14.3.1 Relativ udnyttelseskurs

Ved en variabel udnyttelseskurs forstås, at udnyttelseskursen på grund af omstændigheder, der var ukendte på tildelingstidspunktet, kan ændres i tidsperioden mellem tildelingstidspunktet og udnyttelsestidspunktet. Ændringerne kan komme på baggrund af, at firmaet performer bedre end forventet, hvilket medarbejderen kan have bidraget til. Dette betyder dog ikke, at udnyttelseskursen *vil* ændres, blot at der er mulighed herfor.

Såfremt de ukendte omstændigheder stammer fra eksogene forhold, vil udnyttelseskursen siges at være relativ. Sådanne eksogene omstændigheder kan relatere sig til udviklingen i et given aktieindeks eller udviklingen i aktiekursen hos en konkurrent.

Et argument for at gøre incitamentsordninger relative angår hovedsagligt, at medarbejderen ikke skal blive belønnet for generelle markeds- eller branchestigninger, og hovedsagligt belønnes for

²¹⁸ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 53

den ekstra værdi, som medarbejderen har været med til at skabe. Men samtidigt skal medarbejderen heller ikke straffes for opsving i det generelle marked.²¹⁹

4.14.3.2 Anden variabel udnyttelseskurs

Incitamentsordningens udnyttelseskurs kan også fastlægges som variabel, dog uden at den på samme tid er relativ. Udnyttelseskursen kan således være underlagt ændringer i incitamentsordningens løbetid, hvor de variable omstændigheder i stedet vedrører endogene forhold. Her vil et ofte set eksempel være, at udnyttelseskursen relaterer sig til selskabets forskellige nøgletal. Ved at fokusere incitamentsordningens udnyttelseskurs på selskabets nøgletal, vil denne under mange forhold minde mere om en almindelig bonusordning, hvilket også betyder at incitamentsordningen vil få en mere kortsigtet karakter.

Det vil for nogle selskaber givet vis være fordelagtigt at kombinere langsigtet incitamentsordninger med mere kortsigtet bonusordninger, da der herved vil blive skabt en mere velproportioneret incitamentsstruktur.

Dog vil et selskab kunne være underlagt forhindringer i forbindelse med udbetaling af store bonusser grundet likviditetsmæssige forhold. Det vil derfor være fordelagtigt, at få det kortsigtet element ind i incitamentsstrukturen gennem en variabel udnyttelseskurs, som er korrigeret ud fra selskabets nøgletal.

I forbindelse med dette, kunne dette nøgletal eksempelvis være Economic Value Added (EVA). Nøgletallet EVA fokuserer på værdiskabelse for selskabets aktionærer, da EVA i princippet måler selskabets resultat med fradrag af kapitalomkostningerne til både fremmedkapital og selskabets gæld. Kapitalomkostningerne bliver ofte udregnet på baggrund af modellen Capital Asset Pricing. Et eksempel på en reguleringsmekanisme, hvori EVA indgår, kunne være at et godt EVA-nøgletal i ét år resulterer i, at udnyttelseskursen på incitamentsordningen nedsættes uden, at der udbetales en kontantbonus til medarbejderen.

Ved at bruge denne metode, vil selskabet kunne omforme en almindelig bonusordning til et relativt nedslag i udnyttelseskursen, hvilket betyder at selskabet har sparet likviditet. På denne måde slår selskabet således to fluer med et smæk, da medarbejderen ikke kun fokuserer på en maksimering af selskabets markedsværdi, men også EVA-nøgletallet.²²⁰

²¹⁹ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 59

²²⁰ P. Nyholm & T. L Smed, 2000, side 63

4.14.4 Efterfølgende ændringer i udnyttelseskursen

Efterfølgende ændringer i udnyttelseskursen foreligger ved, at udnyttelseskursen efter tildelingstidspunktet ændres på baggrund af den oprindelige aftale til en ny aftale.

Eksempelvis kan medarbejderen og selskabet i enighed aftale, at udnyttelseskursen sættes op. Som kompensation herfor, vil medarbejderen herefter modtage en højere løn, således at medarbejderens samlede lønpakke bliver holdt konstant. Om denne situation vil forekomme i praksis, er tvivlsomt, da der nok ikke er mange arbejdsgivere, som vil medvirke til sådan en aftale. Det ville derimod fremstå mere praktisk relevant, at udnyttelseskursen efterfølgende sættes ned. Hvis og såfremt de underliggende aktier er faldet i værdi efter tildelingstidspunktet, vil der for medarbejderen følgelig være et ønske om at aftale en efterfølgende ny udnyttelseskurs. For arbejdsgiveren vil en sådan aftale dog fremstå selvmodsigende, da medarbejderen reelt ville blive belønnet for et dårligt stykke arbejde.

Et andet argument for at aftale en efterfølgende nedsættelse af udnyttelseskursen er, såfremt nedsættelsen ikke sker, vil medarbejderen søge job andetsteds fordi denne, alt andet lige, bør kunne få en højere løn, i og med værdien af incitamentsordningen er faldet. Dette vil gælde i høj grad, såfremt kursfaldet ikke kan tilskrives medarbejderen, men blot markedets generelle udvikling. Dette bygger dog på den antagelse, at medarbejderens løn forinden kursfaldet svarer til markedslønnen.

Det kan herefter udledes på baggrund af ovenstående, at det må betragtes som mest hensigtsmæssigt, at der allerede ved aftalens indgåelse tilføjes vilkår om, at såfremt værdien på de underliggende aktier falder, og dette kan tilskrives generelle markedstendenser, vil udnyttelseskursen altid blive justeret i nedadgående retning. Dog vil den mest optimale situation være at tage konsekvenserne med det samme, og således fastlægge udnyttelseskursen som værende relativ allerede fra starten.

At gøre udnyttelseskursen relativ fra starten, falder også godt i tråd med selskabslovens nye regler for ledelsesaf lønning og hensynene bag disse, da en relativ udnyttelseskurs som nævnt belønner medarbejderen for en god indsats, uden denne får en "fribillet" og således ser en gevinst som følge af generelle tendenser i markedet.

4.15 Integreret konklusion

Når man anvender incitamentsafløjning, har vi qua ovenstående gennemgået essentielle punkter, som man skal bearbejde ved udarbejdelsen af en incitamentskontrakt. Som det fremgår, er det vigtigt, at man holder sig for øje først og fremmest, om der er et behov for incitamentsafløjning. Såfremt der er et behov, må man iagttage, hvem der skal være subjektet for incitamentsafløjningen. Opgaven fandt frem til, at man bør aflønne direktionen, da denne har en påvirkning på selskabets performance og derved kan skabe en positiv effekt for aktionærene gennem forøgelse af markedsværdien. Yderligere ses det, at det kan være fordelagtigt at aflønne bestyrelsen også, så de får større incitament til at kontrollere bedst og mest muligt på vegne af aktionærene. Dette konflikter dog med god corporate governance, da dette kan skabe interessekonflikter.

Dernæst vil man skulle udarbejde betingelser til programmet, så man formår at fastholde ledelsen i selskabet og ensrette interesserne mellem ledelsen og aktionærene – dette gøres gennem ansættelses- og/eller performancebetingelser. At incitamentsordningen gøres betinget, vil have den effekt, at incitamentsafløjningen bidrager til et langsigtet og bæredygtigt forretningsmål, som stemmer overens med aktionærrettighedsdirektivets formål.

Incitamentsafløjningens risiko er meget væsentlig at holde sig for øje, da denne skal afbalanceres med hensyn til medarbejderenes risikoaversion, da risikoen kan have utilsigtede konsekvenser.

Risikoen kan også have positive effekter, såfremt at incitamentene øger fortjenesten, hvilket betyder at medarbejderen skal have en større intensitet, dvs. større andel af lønnen skal være incitamentsafløjning.

Afhandlingen fandt også, at incitamentsafløjningen skal have en hensigtsmæssig lang nok løbetid, således at man opfordrer ledelsen til at gøre deres beslutninger langsigtede, hvilket er i overensstemmelse med både aktionærrettighedsdirektivet og økonomisk teori, hvor man vægter dette, da dette bidrager til at skabe værdi for aktionærene. Med hensyn til udnyttelsesperioden vil de samme argumenter kunne gøre sig gældende for, hvorfor udnyttelsesperioden bør ske over en længere periode eller ad flere omgange.

Slutteligt skal udnyttelseskursen fastsættes, da denne igen skal tage hensyn til medarbejderens risikoaversion, men samtidigt sikre at medarbejderen ikke belønnes udelukkende på baggrund af eksogene forhold, hvorfor en relativ udnyttelseskurs er at foretrække, så fokus primært er på medarbejderens bidrag.

Kapitel 5:

Konklusion:

Nærværende afhandling har undersøgt, hvordan aktionærrettighedsdirektivets artikler om incitamentsaflønnning er blevet implementeret i dansk ret gennem nye bestemmelser i selskabsloven. Direktivets formål og hensigt er baseret på en forbedring og fremme af både de langsigtede bæredygtige interesser, gennemsigtighed og aktivt ejerskab, da disse skulle bidrage med en løsning på de problemer som har været før i tiden mht. tilsyn og lønninger ude af trit med performance. Afhandlingen har undersøgt, hvordan de nye bestemmelser påvirker retstilstanden for danske børsnoterede selskaber og deres aktionærer. Derudover er det også undersøgt, hvordan PA-teorien kan løses gennem incitamentskontrakter. Yderligere er det undersøgt, hvilke elementer og faktorer, der i forbindelse med etableringen af en aktiebaseret incitamentsordning, er særdeles vigtige at holde sig for øje, når en sådan ordning etableres.

En af fokusområderne i aktionærrettighedsdirektivet er ledelsesaflønning og aktionærernes mulighed for at føre tilsyn med denne. I forlængelse af dette, kan det konkluderes, at implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet i selskabsloven har medført et positivt udfald for aktionærerne og potentielle investorer. Denne konklusion bygger på det faktum, som er udledt gennem afhandlingens juridiske analyse, at især åbenheden omkring ledelsesaflønningen ses som en væsentlig forbedring, grundet de lovgivningsmæssige nyskabelser selskabslovens §§ 139 a og b resulterer i. Derudover betyder ændringerne i selskabernes oplysningsforpligtelse, at selskaberne fremadrettet skal offentliggøre både vederlagspolitikken og -rapporten på selskabets egen hjemmeside, således at aktionærer og potentielle investorer ikke længere skal kunne gennemskue årsrapporter.

Ydermere blev det konkluderet, at implementeringen af aktionærrettighedsdirektivet ikke vil få nogen væsentlig betydning for de danske børsnoterede selskaber selv. Dette blev konkluderet på baggrund af afhandlingens behandling og analyse af både Nasdaqs udstederregler og Anbefalingerne for God Selskabsledelse, sammenholdt med analysen af selskabslovens nye bestemmelser angående ledelsesaflønning. Heraf blev det fundet, at mange af de væsentlige udstederregler og anbefalinger nu lever videre i selskabsloven i forbindelse med implementering af

aktionærrettighedsdirektivet, og som følge heraf er der således ikke nogen nye krav blandt selskabslovens nye bestemmelser om ledelsesaflønnning for de børsnoterede selskaber.

I det økonomiske kapitel fandt vi, at selskaberne ved at være bevidste omkring principal-agent-teori vil kunne reducere problemet ved hjælp af incitamentskontrakter. Det er dog vigtigt, at selskaberne iagttager den økonomiske teori omkring risikodeling, samt at de formår at sammensætte en kontrakt, så den vil være i stand til at styre ledelsen til de valg, som er i aktionærernes bedste interesser, jf. teorien om optimal contracting approach. Det må derfor konkluderes, at såfremt man skal aflønne med incitamentskontrakter, så skal man holde sig den økonomiske teori for øje.

Gennem afhandlingens integrerede analyse, hvor de elementer der indgår i etableringen af en aktiebaseret incitamentsordning, blev analyseret, kan det konkluderes, at den økonomisk tankegang bag de aktiebaserede incitamentsordninger spiller sammen med selskabslovens nye bestemmelser for ledelsesaflønnning. Som følge af analysen kan det konkluderes, at direktivets fokus på en mere langsigtet strategi er forenelig med den økonomiske tankegang om optimering, da den integrerede analyse flere gange konkluderede, at en langsigtet tilgang er den mest optimale, set i lyset af et principal-agent-tankesæt, som blev behandlet i det økonomiske kapitel. Dernæst konkluderes det i det integrerede afsnit, at personkredsen, som bør være omfattet af aktiebaseret incitamentsordninger, stemmer overens med den nye lovgivning, da både det øverste og centrale ledelsesorgan er omfattet af selskabslovens nye bestemmelser. Der blev det fundet, at en inkludering af bestyrelsen er i overensstemmelse med den økonomiske tankegang, men dette kan åbne op for andre problemer, hvor det i Anbefalingerne er frarådet, dog er disse underlagt følg-eller-forklar-princippet, er det således overladt til selskaber selv at forklare, hvorfor bestyrelsen eventuelt er inkluderet.

Det synes således opfyldt, ud fra afhandlingens analyse og konklusion, at man er lykkedes med at bidrage til mere gennemsigtighed og fremme det aktive ejerskab, set fra et aktionærspunkt ved gennemførelsen af implementering af aktionærrettighedsdirektivet.

Bibliografi

Bøger

Banner-Voigt, Erik & Rasmussen, Søren. 2004. Aktieløn. København: Thomson Reuters Professional. 3. udgave.

Banner-Voigt, Erik & Rasmussen, Søren. 2009. Aktieløn. København: Thomson Reuters Professional. 4. udgave.

Berle, Adolf A. & Means, Gardiner. 1932. The Modern Corporation and Private Property. USA: Transaction Publishers.

Boe, Jørgen & Hansen, Claus Juel & Mosbek, Jens Lund. 2016. Direktørkontrakten. København: Karnov Group. 8. udgave.

Brenøe, Thomas & Hjetting, Merete & Simonsen, Marianne & Stadil, Malene. 2016. Lov om finansiellvirksomhed. København: Karnov Group. 3. udgave.

Friis Hansen, Søren & Valdemar Krenchel, Jens. 2014. Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber. København: Karnov Group. 4. udgave.

Hindhede, Ove L. et al. 2005. Aktieafløjning: Erfaringer, jura, regnskab, værdi og skat. København: Forlaget Thomson. 2. udgave.

Knudsen, Christian. 1997. Økonomisk metodologi bind 2, virksomhedsteori og industriøkonomi. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 2. udgave.

Krüger Andersen, Paul. 2013. Aktie- og anpartsselskabsret, kapitalselskaber. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 12. udgave.

Lau Hansen, Jesper. 2018. Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 2. udgave.

Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. Economics, Organization & Management. New York: Prentice Hall.

Nyholm, Philip & Smed, T. L. 2000. Afløjning med finansielle instrumenter. København: Handelshøjskolens Forlag. 1. udgave.

Parkin, Michael & Powell, Melanie & Matthews, Kent. 2014. Economics: European Edition. Pearson Publishing: 9th edition.

Schaumburg-Müller, Peer & Werlauf, Erik. 2010. Selskabsloven med kommentarer. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 1. udgave.

Schaumburg-Müller, Peer & Werlauf, Erik. 2012. Børs- og kapitalmarkedsret. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 5. udgave.

Schaumburg-Müller, Peer & Werlauf, Erik. 2017. Finansielle virksomheder, regler og rapportering. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 1. udgave.

Smith, Adam. 1995. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (1776). United Kingdom: Taylor & Francis Ltd.

Thomsen, Steen. 2008. An introduction to Corporate Governance – Mechanisms and systems. Copenhagen: DJØF Publishing.

Thomsen, Steen & Conyon, Martin. 2012. Corporate governance: Mechanisms and systems. Berkshire, UK: McGraw-Hill.

Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2014. Retskilder & Retsteorier. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag. 4. udgave.

Tvarnø, Christina D. & Denta, Sarah Maria. 2018. Få styr på metoden! København: Ex Tuto 2. udgave.

Artikler

Akerloff, George. 1970. The Market for "Lemons": Quality and Uncertainty and the Market Mechanisms. Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, pages 488-500.

Arye Bebchuk, Lucian & Fried, Jesse M. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. Journal of Economic Perspectives. Vol. 17. No. 3, pages 71-92.

Bechmann, Ken L. 2003. optimalt design af optionsprogrammer: Valget af exercisemuligheder og exercisekurser. Finans/Invest, nr. 2, side 17-27.

Bechmann, Ken L. & Junge, Casper F. & Madsen, Joel A. 2012. Er topdirektørerne i samme båd som aktionærerne: Effekten af aktie- og optionsbeholdninger. Finans/Invest, nr. 4, side 5-11.

Bechmann, Ken L. 2018. Ledelsesaflydning: Hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv? Finans/Invest, nr. 2, side 22-27.

Bergen, Kirsten. 2004. Principal-agent teori – Med særligt henblik på lønsystemer. Roskilde Universitet. Research Papers / Department of Social Sciences, Nr. 13.

Boschen, John F. & Smith, Kimberly J. 1995. You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Responses of Executive Compensation to Firm Performance. The Journal of Business, Vol. 68, No. 4, Pages 577-708, The University of Chicago Press.

Core, John E. & Holthausen, Robert W & Larcker, David F. 1999. Corporate governance, chief executive offer compensations, and firm performance. Journal of Financial Economics, Vol. 51, pages 371-406

Edmands, Alex & Xavier Gabaix. 2009. Is CEO Pay Really Inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories. European Financial Management, Vol. 15, No. 3, pages 486-496.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, volume 3, issue 4. Pages 305-360.

Jensen, Michael C. & Murphy, Kevin J. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. Journal of Political Economy. Vol. 98. No. 2, pages 225-264.

Juel Hansen, Claus & Granhøj, Marianne. 2011. Nye regler om lønpolitik i finansielle virksomheder. Revision & Regnskabsvæsen. Nr. 3.

Rose, Caspar & Schaumburg-Müller, Peer. 2019. Aktionærrettighedsdirektivet – konsekvenserne af implementering for danske børsselskaber. Revision & Regnskabsvæsen. Nr. 1.

Avisartikler

Munkhold, Morten & Philipsen, Andreas. 27. marts, 2019. Thomas Borgens gyldne håndtryk har gjort indtryk: Nu sætter politikerne ind med en arbejdsgruppe. Børsen: https://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/379053/thomas_borgens_gyldne_haandtryk_har_gjort_indtryk_nu_sætter_politikerne_ind_med_en_arbejdsgruppe.html

Levring, Peter & Johannesson, Tor & Bentow, David. 4. juni 2019. Politikere: Nets skal lønne top som banker. Børsen: <https://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/226657/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7czo0OiJOZXRzljt9>

Retskilder

Bekendtgørelse nr. 1582 af 13/12/2016 om lønpolitik og aflønning i pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber, finansielle holdingvirksomheder og investeringsforeninger

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber.

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning 2016/679/EU af 27. april 2016 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger mv. (Databeskyttelsesforordningen).

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2017/828/EU af 17. maj 2017 om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab.

Lovbekendtgørelse 2015-09-14 nr. 1089 om aktie- og anpartsselskaber.

Lovbekendtgørelse 2019-04-24 nr. 457 om finansiel virksomhed.

Lovbekendtgørelse 2018-01-08 nr. 12 om kapitalmarkeder.

Lovforslag nr. L 155. Fremsat 15. marts 2017: Forslag til Lov om kapitalmarkeder.

Lovforslag nr. L 157. Vedtaget af Folketinget ved 3. behandling d. 4. april 2019. Forslag til Lov om ændring af selskabsloven, lov om kapitalmarkeder, lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love.

Lovforslag nr. L 170. Fremsat 25. marts 2009: Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).

Andet

Bech-Bruun. 2012. Incitamentsordninger, slideshow.

Carlsberg Group. 2018. Annual Report.

COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the Corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain') (SWD 2014 217).

Komitéen for god selskabsledelse. Anbefalinger for god selskabsledelse. November 2017.

Lov om finansielle virksomheder med kommentarer, 2018. Karnov Group Online.

Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske økonomiske og sociale udvalg og Regionsudvalget. 2012. Handlingsplan: Selskabsret og corporate governance i EU – en tidssvarende lovramme for mere engagerede aktionærer og bæredygtige virksomheder. Strasbourg. COM(2012) 740 final.

Nasdaq Copenhagen A/S. Regler for udstedere af aktier. 2018 og 2019 udgave.

Novo Nordisk. 2018. Annual Report.

PFA Pension, Corporate Responsibility – Ansvarlige investeringer <https://pfa.dk/om-pfa/corporate-responsibility/ansvarlige-investeringer/>

PwC. 2019. Lønundersøgelsen. <https://www.pwc.dk/da/nyt/publikationer/lonundersogelsen-2019.html>