



ØKONOMI- OG ERHVERVSMINISTERIET

Juni 2007

Kortlægning af den aktuelle brug af aktiebaserede incitamentsordninger i børsnoterede selskaber

1 Indledning

Gennem de senere år har der været stadig stigende fokus på brugen af aktieoptionsordninger i danske selskaber. Det affødte i 2006 en større debat om, hvorvidt aktiebaserede incitamentsordninger er en hensigtsmæssig aflønningsform, særligt i relation til medlemmer af selskabers bestyrelse og direktion, samt om der er tilstrækkelig åbenhed og gennemsigtighed for aktionærer og øvrige investorer i forbindelse med selskabernes brug heraf.

Økonomi- og Erhvervsministeriet har på den baggrund iværksat en kortlægning af den aktuelle brug af aktiebaseret incitamentsaflønning i børsnoterede danske selskaber.

Resultatet af arbejdet præsenteres i denne analyse. Indledningsvis beskrives kort de typiske bevæggrunde for, at børsnoterede selskaber gør brug af aktiebaseret incitamentsaflønning (afsnit 2). Derefter beskrives udviklingen i omfanget og karakteren af aktiebaseret incitamentsaflønning i Danmark (afsnit 3). Beskrivelsen baserer sig på en undersøgelse af de seneste data fra børsnoterede selskabers 2006-regnskaber, som Økonomi- og Erhvervsministeriet har anmodet professor Ken L. Bechmann om at udarbejde¹. Herefter beskrives de gældende krav og anbefalinger om børsnoterede selskabers brug af aktiebaseret incitamentsaflønning (afsnit 4). Redegørelsen indeholder afslutningsvist en beskrivelse af de initiativer, som er igangsat, herunder regeringens åbenhedspakke (afsnit 5).

Fokus for denne analyse er aktiebaseret incitamentsaflønning, dvs. aktieoptionsordninger og lignende incitamentsordninger, hvis værdi afhænger af kursudviklingen af en underliggende aktie. De typiske former for sådanne incitamentsordninger er aktieoptioner, tegningsoptioner/rettigheder (warrants) eller såkaldte fantomaktier².

2 Hvorfor anvendes aktiebaserede incitamentsordninger?

Der kan være mange årsager til, at et børsnoteret selskab tilbyder ledelsen (bestyrelsen og direktion) og øvrige medarbejdere aktiebaseret incitamentsaflønning. Typisk falder disse grunde indenfor tre hovedgrupper: a) Interessesammenfald og motivering, b) Rekruttering og c) Kapital- og likviditetsrelaterede hensyn³.

Interessesammenfald og motivering

Indførelsen af aktiebaseret incitamentsaflønning i børsnoterede selskaber er ofte motiveret af, at ordningerne skal skabe et sammenfald mellem aktionærernes og ledelsens interesser og dermed anvendes som et styringselement i forholdet mellem aktionærer og ledelse. Særligt i store selskaber har aktionærerne ofte ikke mulighed for effektivt at overvåge og måle ledelsens arbejde. Gennem brug af aktiebaseret incitamentsaflønning tilstræbes der skabt et sammenfald mellem aktionærernes og ledelsens interesser ved i større eller mindre omfang at gøre ledelsens løn afhængig af selskabets performance målt ud fra kriterier som bl.a. udviklingen i aktiens markedsværdi. I den sammenhæng skal det også nævnes, at

¹ Rapport om Anvendelsen af optionsaflønning i danske børsnoterede selskaber kan ses på Økonomi- og Erhvervsministeriets hjemmeside.

² Aktieoptioner er en samlebetegnelse for købs- og salgsoptioner. Salgsoptioner er en ret til at sælge aktier til en på forhånd fastsat kurs. I relation til aflønning anvendes sædvanligvis aktiekøbsoptioner. Af andre former for ordninger kan nævnes konvertible obligationer og aktiekøb/-tildelingsordninger til favørkurs. De bredere skattebegunstigede medarbejderaktieordninger indgår ikke i kortlægningen. Se nærmere boks 5.1 til sidst i denne analyse.

³ Se nærmere den teoretiske litteratur på området samt bl.a. Europa-kommissionens rapport om Medarbejderaktieoptioner (2003) og regeringens betænkning fra Udvalget om Aktieoptioner (2003).

det som argument for at bruge aktiebaseret incitamentsaf lønning anføres, at de kan bidrage til at sikre og fastholde det langsigtede fokus i ledelsens dispositioner.

Brug af aktiebaseret incitamentsaf lønning begrundes ligeledes ofte med, at de kan medvirke til at motivere og engagere ledelsen til at tage et større medansvar for virksomhedens resultater. Incitamentsordningerne anvendes således som en incitaments- og resultatfremmende foranstaltning⁴. At ledelsens af lønning gøres afhængig af en positiv udvikling i virksomhedens økonomisk performance kan også signalere overfor investorer og andre aktører, at ledelsen tror på virksomhedens strategi og succes.

Rekruttering

Aktiebaseret incitamentsaf lønning kan desuden være et instrument for et selskab til at tiltrække dygtige og innovative ledere og medarbejdere, som positivt kan bidrage til den økonomiske udvikling og vækst.

I takt med at brugen af incitamentsordninger i udlandet stiger, er disse ordninger blevet en egentlig parameter i konkurrencen om dygtige ledere og nøglemedarbejdere. Det gælder ikke mindst indenfor vækstsektorer som fx. it- og biotekindustrien og i tilfælde, hvor de pågældende personer besidder særlige spidskompetencer.

Aktiebaserede incitamentsordninger kan også bidrage til at fastholde selskabets ledere og nøglemedarbejdere.⁵ I denne sammenhæng kan det bemærkes, at nogle selskaber føler, at aktiebaseret incitamentsaf lønning er et vigtigt element i forbindelse med at tiltrække udenlandske investorer, idet investorerne tillægger det betydning, om selskabet, fx. gennem brug af aflønningsincitament, har forholdt sig til, hvordan ledelsen og nøglemedarbejderne fastholdes.

Kapital- og likviditetsrelaterede årsager

Anvendelse af aktiebaseret incitamentsaf lønning kan også skyldes, at det giver selskabet mulighed for at aflønne ledere uden umiddelbart at trække på de likvide midler. Det kan særligt være et hensyn i små og mindre og ofte nystartede virksomheder, der har behov for at kunne tilbyde en konkurrencedygtig løn i bestræbelserne på at rekruttere kvalificeret arbejdskraft.

3 Udviklingen i brugen af aktiebaserede incitamentsordninger

For at få et overblik over den aktuelle anvendelse af aktiebaseret incitamentsaf lønning i børsnoterede danske selskaber har Økonomi- og Erhvervsministeriet anmodet professor Ken L. Bechmann (CBS) om at udarbejde en analyse af udviklingen frem til og med 2006. Den udarbejdede analyse, hvis hovedindhold gengives nedenfor i ekstrakt form, indeholder således helt nye oplysninger baseret på en gennemgang af de seneste data fra de børsnoterede selskabers 2006-regnskaber⁶.

⁴ Det kan nævnes, at der er visse umiddelbare indikationer på, at aktiebaserede incitamentsordninger og andre former for incitamentsordninger kan have en positiv effekt på selskabernes indtjening og konkurrenceevne, jf. bl.a. Europa-kommissionens rapport om Medarbejderaktieoptioner (2003) og ”Ledelse og performance – hvad betaler sig?” (2006), af Tor Eriksson, Erik Strøjer Madsen og Valdemar Smith.

⁵ Regeringen nedsatte i 2002 et udvalg om aktieoptioner, der så nærmere på den arbejdsretlige regulering af aktiebaserede aflønningsformer med henblik på at sikre et afbalanceret regelsæt. I forlængelse af udvalgets betænkning blev der gennemført en ændring af funktionærloven.

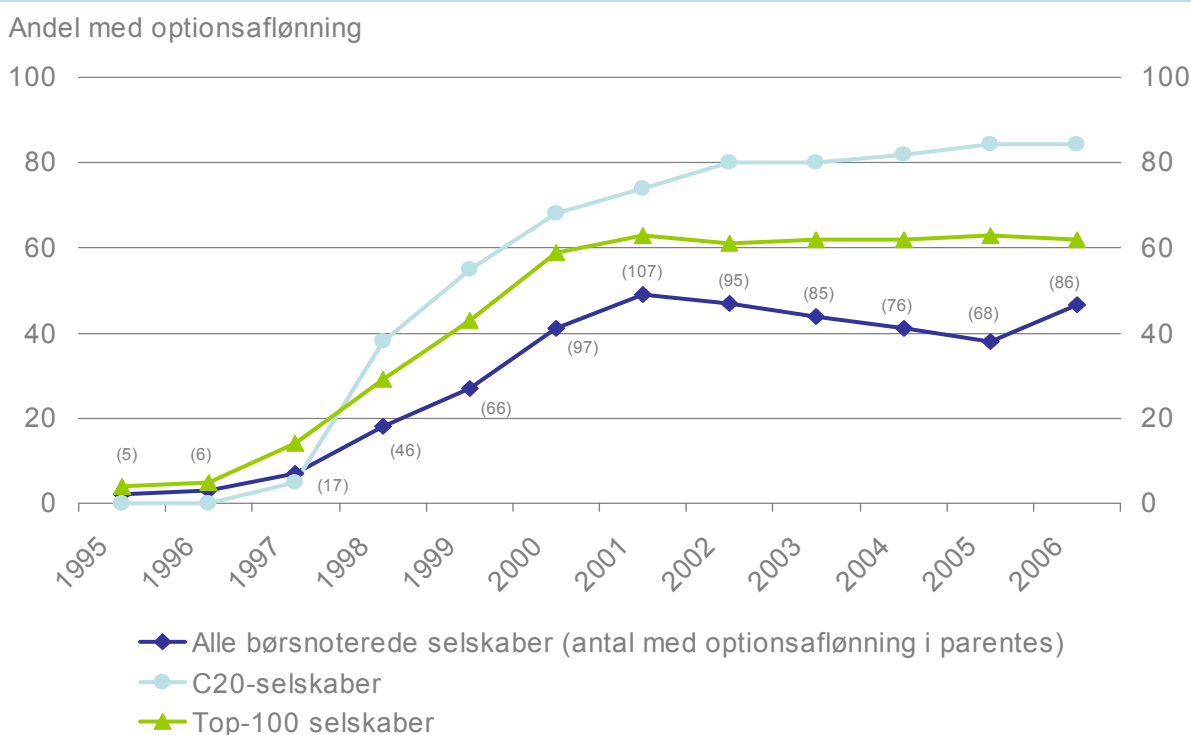
⁶ Analysen er foretaget ud fra en gennemgang af den information, som selskaberne, jf. gældende oplysningskrav, skal levere igennem fondsbørsmeddelelser og årsregnskaber. I enkelte tilfælde er der også hentet information fra selskabernes hjemmesider. Analysen er således alene baseret på offentlig tilgængelig information. Det skal endvidere bemærkes, at der på tidspunktet for analysens gennemførelse manglede enkelte selskabers regnskaber for 2006/regnskaber med forskudt regnskabsår. Det er dog Ken L. Bechmanns klare overbevisning, at dette ikke har væsentlig betydning for resultaterne.

Analysen indeholder desuden en beskrivelse af, hvad der karakteriserer udformningen og sammensætning af de aftaler om optionsafløjning, der senest er blevet tildelt.

3.1 Udviklingen i antallet af selskaber, der anvender optionsafløjning

Udviklingen i antallet af selskaber, der anvender en eller anden form for optionsafløjning⁷, fremgår af figur 3.1. Det fremgår af figuren, at antallet af børsnoterede selskaber med optionsafløjning steg fra 5 selskaber i 1995 til 107 selskaber i 2001. Dette svarer til en stigning fra 2 pct. i 1995 til 49 pct. i 2001 af alle børsnoterede selskaber. Herefter har antallet været faldende, således at der i 2005 var 68 selskaber, der anvendte optionsafløjning. I 2006 observeres dog igen en stigning således, at antallet nu er oppe på 86 svarende til en andel på 47 pct. Sidstnævnte stigning skyldes blandt andet, at en lang række af de nyligt noterede selskaber på Københavns Fondsbørs anvender optionsafløjning. Yderligere er der flere selskaber, der har holdt en pause med anvendelsen af optionsafløjning, men som i 2006 er påbegyndt igen.

Figur 3.1: Udviklingen i antal og andel af selskaber, der anvender optionsafløjning



Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

Af figur 3.1 fremgår desuden, at andelen af selskaber med optionsafløjning er større blandt de største selskaber i OMX-C20-indekset, hvor ca. 85 pct. af selskaberne anvender optionsafløjning. Her har den procentvise andel af selskaber med optionsafløjning været relativt stabil i perioden fra 2001/2002 til 2006 og har således ikke i væsentligt omfang været påvirket af hverken it-boblens brist eller aktiekursernes stigning i de seneste par år. At andelen af selskaber med optionsafløjning er stigende med sel-

⁷ I analysen fokuseres der på almindelige aktieoptioner og tegningsrettigheder (tegningsoptioner/warrants), restricted stocks, fantomaktier og konvertible obligationer.

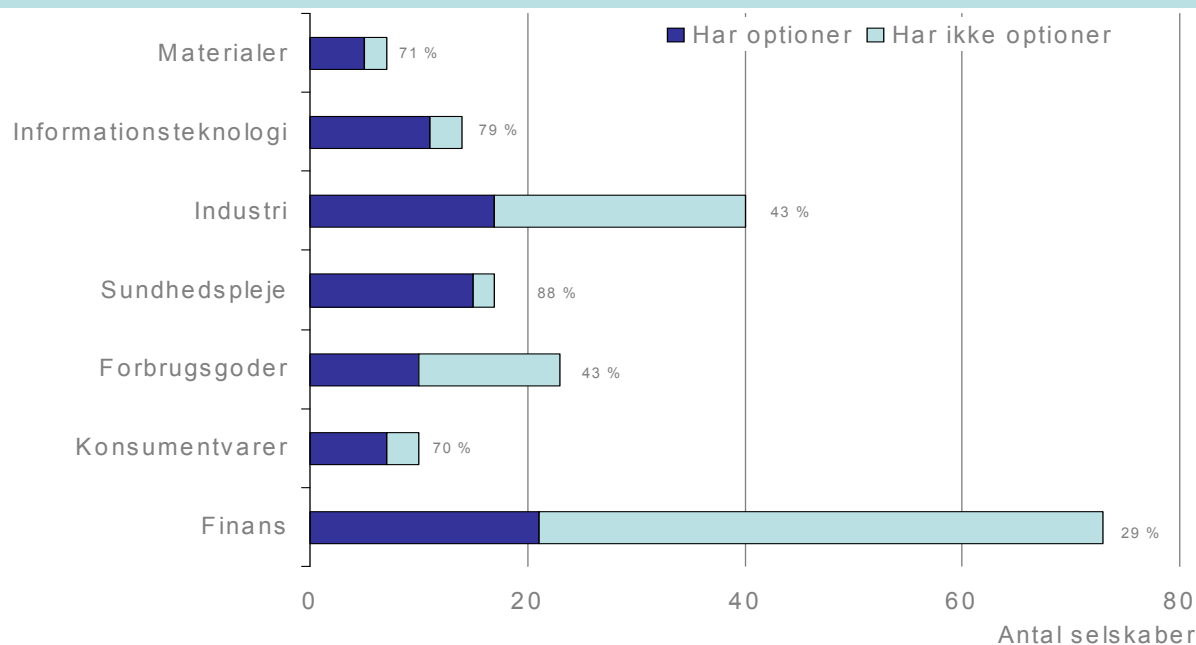
skabsstørrelsen ses også ved at betragte andelen på tværs af de nye størrelsesopdelinger, som Københavns Fondsbørs har indført. Her viser det sig, at andelen blandt SmallCap er på 30 pct., blandt Mid-Cap er den på 62 pct., mens den blandt LargeCap er oppe på 79 pct.

Der foreligger ikke officielle oplysninger for udenlandske børsnoterede selskaber, der mere detaljeret redegør for udbredelsen af aktiebaserede incitamentsordninger i andre EU-lande. Økonomi- og Erhvervsministeriet har indhentet oplysninger om tendenserne i andre EU-lande og USA via de danske ambassader i de respektive lande. Ud fra de foreliggende oplysninger tegner der sig et billede af, at udbredelsen af aktiebaserede incitamentsordninger i de lande, som Danmark normalt sammenligner sig med, svarer til udviklingen i Danmark.

3.2 Anvendelsen af optionsafløkning indenfor forskellige brancher

Anvendelsen af optionsafløkning i forskellige brancher er illustreret i figur 3.2⁸. Heraf ses, at det særligt er i branchekategorierne ”Sundhedspleje” og ”Informationsteknologi”, at optionsafløkning er anvendt hyppigt. Omvendt er optionsafløkning ikke så hyppigt forekommende i ”Finans”, dvs. banker og andre finansielle institutioner, hvor der dog er sket en stigning i forhold til 2001. Denne stigning skyldes primært, at flere mindre banker nu anvender optionsafløkning. I 2001 var der således kun 4 banker med optionsafløkning, mens der i 2006 er 11 banker med optionsafløkning.

Figur 3.2: Relativ hyppighed af optionsafløkning i forskellige brancher, 2006



Anm.: Opdeling og betegnelse som anvendt af Københavns Fondsbørs. Tal for enden af søjlen angiver den procentvise fordeling i de forskellige brancher.

Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

⁸ Der ses i figuren bort fra de par brancher på Københavns Fondsbørs, hvor der kun findes et selskab.

3.3 Udvikling i værdien af nye optionstildelinger

Udviklingen i værdien af de nye tildelinger over perioden 1995-2006 er angivet nedenfor i tabel 3.1 ud fra de børsnoterede selskaber, der har offentliggjort informationer, der muliggør en værdiansættelse.⁹

Af tabel 3.1 ses det, at år 2000 var det år, hvor der både var det største antal tildelende selskaber og det år, hvor der blev tildelt nye optioner for den største værdi. Herefter var antallet af tildelende selskaber såvel som værdien af tildelte optioner faldende frem til 2004. En mulig forklaring på denne udvikling kan være, at indførelsen af flere forskellige nye regler i relation til optionsaflønnings¹⁰ har givet anledning til, at flere selskaber i denne periode overvejede i hvor høj grad, de ville fortsætte med at tildele optioner. I 2005 og særligt i 2006 er både antallet af selskaber og værdien af tildelte optioner igen steget. I 2006 blev der således tildelt for 1,1 mia. kr., hvilket er det næsthøjeste beløb målt på værdien af tildelte optioner. Dette kan være udtryk for, at forholdsvis mange af de selskaber, der overvejede brugen af optionsprogrammer i 2001-2004, er endt med at gøre det til en permanent del af aflønningen, hvilket har været med til at øge værdien heraf.

Tabel 3.1: Udvikling i antallet af nytildelinger og fordeling på modtagergruppe

År	Antal selskaber	I pct. af selskaber med optionsaflønnings	Værdi i alt (mio. kr.)	Bestyrelse	Direktion Andel i procent	Medarbejdere
1995	0	-	-	-	-	-
1996	1	100	5	0	18	82
1997	3	75	18	0	77	23
1998	30	100	286	2	50	48
1999	35	73	810	1	22	77
2000	58	77	2.042	8	33	59
2001	54	64	812	5	16	78
2001	52	66	697	3	16	81
2003	45	63	775	1	17	83
2004	33	52	581	2	24	74
2005	45	74	799	3	21	76
2006	56	82	1.100	3	25	72

Anm.: Værdien af nye tildelinger af optioner er opgjort i løbet af de enkelte år.

Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

Det ses endvidere af tabel 3.1, at fordelingen af værdien af nye optionstildelinger mellem bestyrelse, direktion og medarbejdere har været forholdsvis konstant de seneste tre år. I 2006 var værdien af nye optionstildelinger fordelt på 3 pct. til bestyrelser, 25 pct. til direktioner, og 72 pct. til medarbejdere.

3.4 Udvikling i den samlede værdi af udestående optioner

I tabel 3.2 nedenfor angives udviklingen i den samlede værdi af udestående optioner opgjort ud fra de børsnoterede selskaber, der har offentliggjort informationer, der muliggør en værdiansættelse af optionsaflønnings.¹¹

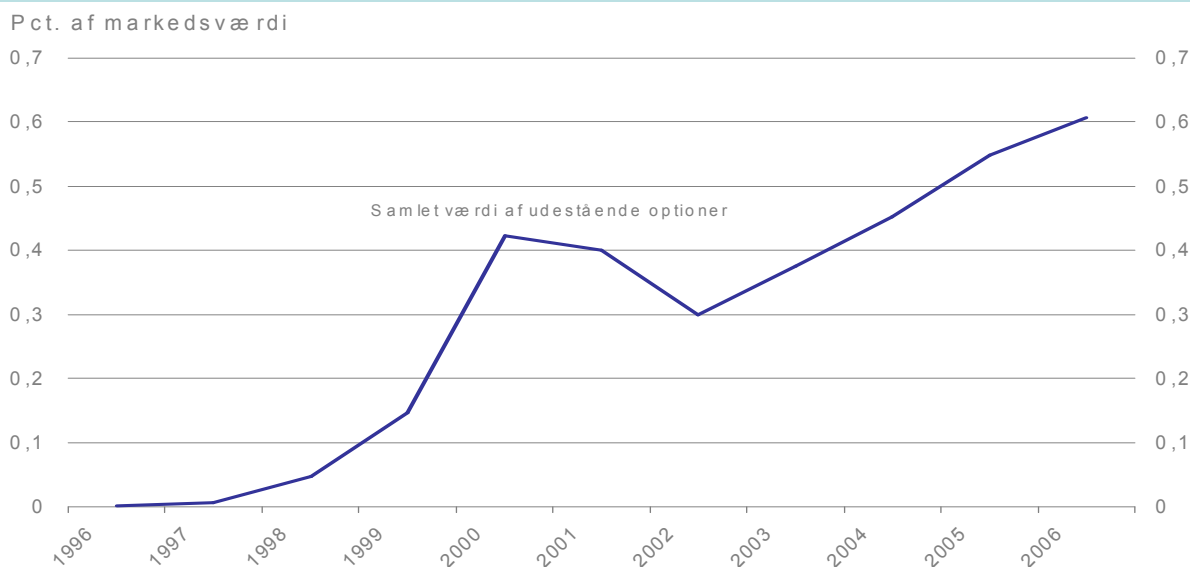
⁹ I 2006 gælder det 56 ud af de i alt 68 selskaber, der har offentliggjort information, som muliggør en værdiansættelse i 2006.

¹⁰ Det gælder både i relation til beskatningen af optioner, mulighederne for at beholde optioner i forbindelse med jobskifte og endelig i relation til den regnskabsmæssige behandling.

¹¹ I 2006 gælder det 68 ud af de i alt 86 selskaber, der anvender optionsaflønnings.

Den samlede værdi af udestående optionsprogrammer steg fra 5 mio. kr. i 1996 til knap 4 mia. kr. ultimo 2000. Det skyldtes, at der i perioden 1996-2000, har været en stigning i antallet af selskaber med optionsafløbning samt en stigning i værdien af de enkelte programmer. Parallelt med faldet i aktiekurserne efter it-boblens brist faldt værdien af udestående optioner til et lavpunkt i 2002 til en værdi på ca. 1,5 mia. kr., for herefter igen at stige til 8,2 mia. kr. ultimo 2006. Det svarer til 1,1 pct. af markedsværdien for de selskaber, der har optioner, og 0,6 pct. af hele børsens markedsværdi, se figur 3.3.

Figur 3.3 Udvikling i den samlede værdi af udestående optioner



Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

Det følger af tabel 3.2 nedenfor, at stigningen i den samlede værdi over perioden 2002-2006 er forårsaget af en stigning i værdien af de enkelte programmer, da antallet af selskaber, som indgår i værdiansættelsen, falder fra 79 til 68.

Tabel 3.2: Udvikling i samlet værdi af udestående optioner og fordeling på modtagergruppe

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

Anm.: Værdien er opgjort ultimo de enkelte år.

Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

Tabel 3.2 viser, at den samlede værdi af alle selskabers udestående optionsprogrammer har svinget over tid som følge af bl.a. den generelle udvikling på aktiemarkedet og derfor også er vokset gennem de seneste års aktieoptur. Betragtes størrelsen af de enkelte selskabers udestående optionsprogrammer er disse også vokset gennem de senere år, men der er meget store forskelle i værdien af de enkelte selskabers optionsprogrammer, hvilket bl.a. kan forklares med forskelle i størrelsen af de betragtede selskaber. Det største optionsprogram i et selskab er i dag på 1,3 mia. kr. – en værdi, der er fremkommet af et optionsprogram, der blev påbegyndt i 1998.

Det ses også af tabel 3.2, at værdien af udestående optioner gennem de seneste år har været forholdsvis konstant fordelt mellem bestyrelsen, direktionen og medarbejdergruppen.

Det følger af tabel 3.3 herunder, at 24 pct. af de selskaber, som anvender aktiebaserede incitamentsaf-lønning, i 2006 havde optionsordninger, der inkluderede bestyrelsen. Det er et fald fra 2001, hvor 35 pct. af selskaberne havde ordninger omfattende bestyrelsen. For så vidt angår direktionen, anvendte 96 pct. af selskaberne i 2006 optionsordninger som en del af aflønningen. Dette er en stigning på 6 procentpoint efter et fald i antallet i perioden 2001-2005 fra 100 pct. til 90 pct. af selskaberne. Medarbejderne (ledende medarbejdere og øvrige medarbejdere) har siden 2001 været inkluderet i optionsprogrammer i mellem 85 pct. og 90 pct. af selskaberne. I 2006 var det i 88 pct. af selskaberne. Optionsaf-lønning tildeles således generelt bredt til alle medarbejdergrupper i danske børsnoterede selskaber.¹²

Tabel 3.3: Relativ fordeling af optioner på modtagergruppe

År	Antal selskaber	Bestyrelse	Direktion	Medarbejdere
		Andel i procent
1995	0	0	0	0
1996	1	0	100	100
1997	4	0	100	75
1998	30	13	100	77
1999	48	23	100	73
2000	75	31	100	85
2001	84	35	100	85
2002	79	33	100	86
2003	72	31	99	88
2004	64	28	91	91
2005	61	26	90	82
2006	68	24	96	88

Anm.: Procentdel af tildelende selskaber, der tildeler til hhv. bestyrelse, direktion og/eller medarbejdere.

Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

¹² Andelen af medarbejdere, der tildeles optioner i de enkelte selskaber, svinger på tværs af selskaberne og synes at afhænge af bl.a. selskabets størrelse og branche. Det er ikke alle selskaber, der angiver, hvor mange personer, der konkret er tale om. Der haves således kun tal for 44 af de 54 selskaber, der tildeler optioner til andre medarbejdere end direktionen. I disse selskaber modtager ca. 8000 medarbejdere optionsaf-lønning, svarende til ca. 4% af den samtlige medarbejder-gruppe i selskaberne.

3.5 Værdien af optionstildelinger i forhold til fast løn

Hvor stor en del af bestyrelser og direktions aflønning, der stammer fra optionsprogrammer – og dermed forholdet mellem værdien af den kontante og variable løn i form af optionsordninger – er belyst i tabel 3.3.¹³

Det fremgår af tabel 3.3, at værdien af optionsaflønning i forhold til den kontante aflønning er steget gennem de seneste 4 år både for bestyrelsesmedlemmer og for medlemmer af direktionen.¹⁴

I gennemsnit på tværs af de selskaber, der anvender optionsaflønning, udgjorde bestyrelsesmedlemmernes optionsaflønning ca. 25 pct. af den samlede aflønning i 2006, svarende til en gennemsnitlig værdi på 0,6 mio. kr. For direktionsmedlemmer udgjorde optionsaflønningen i 2006 ca. 43 pct. af den samlede aflønning, svarende til en gennemsnitlig værdi på 1,7 mio. kr.

For direktionsmedlemmer er der sket en væsentlig stigning i optionsaflønningens andel af den samlede aflønning fra 2005 til 2006. Gennemsnitstallene dækker dog over en ganske stor spredning i aflønningen på tværs af selskaberne, hvor der er nogle få selskaber med en forholdsvis høj aflønning sammenlignet med resten af selskaberne – en spredning, der bl.a. kan begrundes med variationen i selskabernes størrelse.

Tabel 3.4: Udvikling i aflønning af bestyrelses- og direktionsmedlemmer¹⁵

År	Eksklusiv optioner	Inklusive optioner	Optionsaflønning i pct. af kontant løn	Optionsaflønning i		
				Eksklusiv optioner	Inklusive optioner	pct. af kontant løn
..... Bestyrelse Direktion			
1997	96	96	0,0	1.794	1.803	0,5
1998	104	114	9,9	1.896	2.344	23,6
1999	108	123	14,2	2.127	2.936	38,1
2000	123	415	236,8	2.229	5.970	167,8
2001	142	212	49,3	2.380	2.929	23,1
2002	163	206	26,6	2.501	3.036	21,4
2003	177	188	6,5	2.726	3.376	23,9
2004	207	232	12,1	3.121	3.828	22,7
2005	217	274	26,3	3.725	4.709	26,4
2006	243	303	24,9	3.890	5.571	43,2

Anm.: Alle tal er gennemsnitstal, 1000 kr..

Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

Der foreligger ikke noget klart billede af forholdet mellem den kontante lønandel og den variable del, som er præstationsrelateret, i andre lande. Der er dog indikationer på, at den variable del kan være ganske betydelig i en række andre EU-lande. En international undersøgelse offentliggjort i *The Economist* (2005) viser således, at incitamentsaflønning til direktører i fx. UK, Frankrig, Tyskland og USA i 2005 udgjorde mere end 50 pct. af den samlede aflønning.

¹³ Det skal bemærkes, at der kun er medtaget selskaber med optionsaflønning, hvilket betyder, at de betragtede selskaber ikke er helt de samme de enkelte år, hvorfor resultaterne i tabellen kun kan bruges som indikative i forhold til udviklingen i aflønningen over tid.

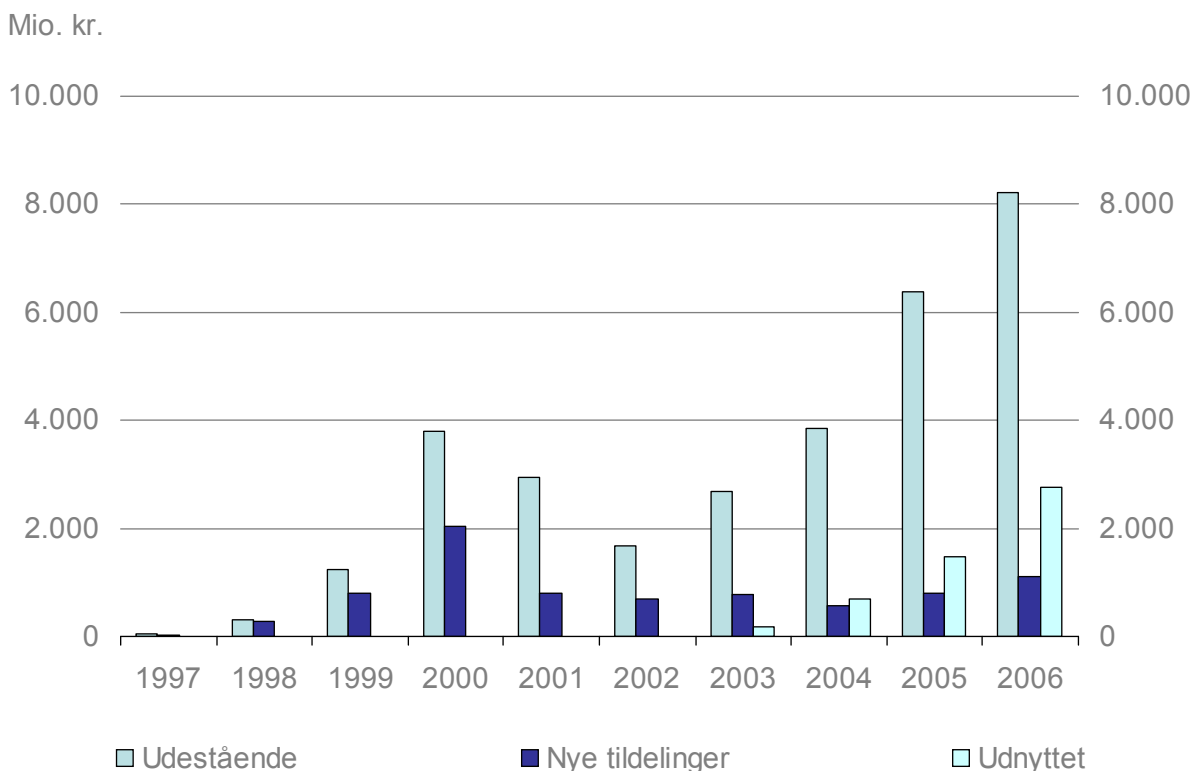
¹⁴ Der er ikke i Ken L. Bechmanns analyse tal for medarbejdergruppen.

¹⁵ Værdien af optionsaflønning er opgjort på tildelingstidspunktet - dvs. optionsaflønning i pct. af kontant løn angiver værdien af de nytildelte optioner i forhold til den faste løn i det år, hvor optionerne tildeles.

Der tegner sig samlet set et billede af, at der i 2006 er sket forholdsvis store tildelinger, og at en række selskaber i 2006 enten har tildelt optionsaflønnig for første gang eller er begyndt igen efter en pause. Optionsaflønnig er således kommet for at blive som et instrument til at rekruttere og motivere bestyrelse, direktion og medarbejdere. Det er dog samtidig værd at bemærke, at aktiebaseret incitamentsaflønnig alene anvendes af 47 pct. af samtlige børsnoterede selskaber, og at ordningerne tildeles bredt til bestyrelse, direktion og medarbejderne – det gælder både i forhold til nye tildelinger og den samlede værdi. Den samlede værdi af alle selskabers udestående optionsprogrammer har svinget over tid som følge af bl.a. den generelle udvikling på aktiemarkedet og er således vokset gennem de seneste års aktieoptur. Omfanget af udnyttede optioner og de tilhørende gevinster er også vokset gennem de seneste år.¹⁶ Størrelse af optionsprogrammerne varierer mellem de enkelte børsnoterede selskaber, men udgør samlet set kun 1,1 pct. af de tildelende selskabers samlede markedsværdi.

Figur 3.4 nedenfor giver et samlet overblik over udviklingen de seneste 10 år.

Figur 3.4 Udvikling i anvendelsen af optioner



Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

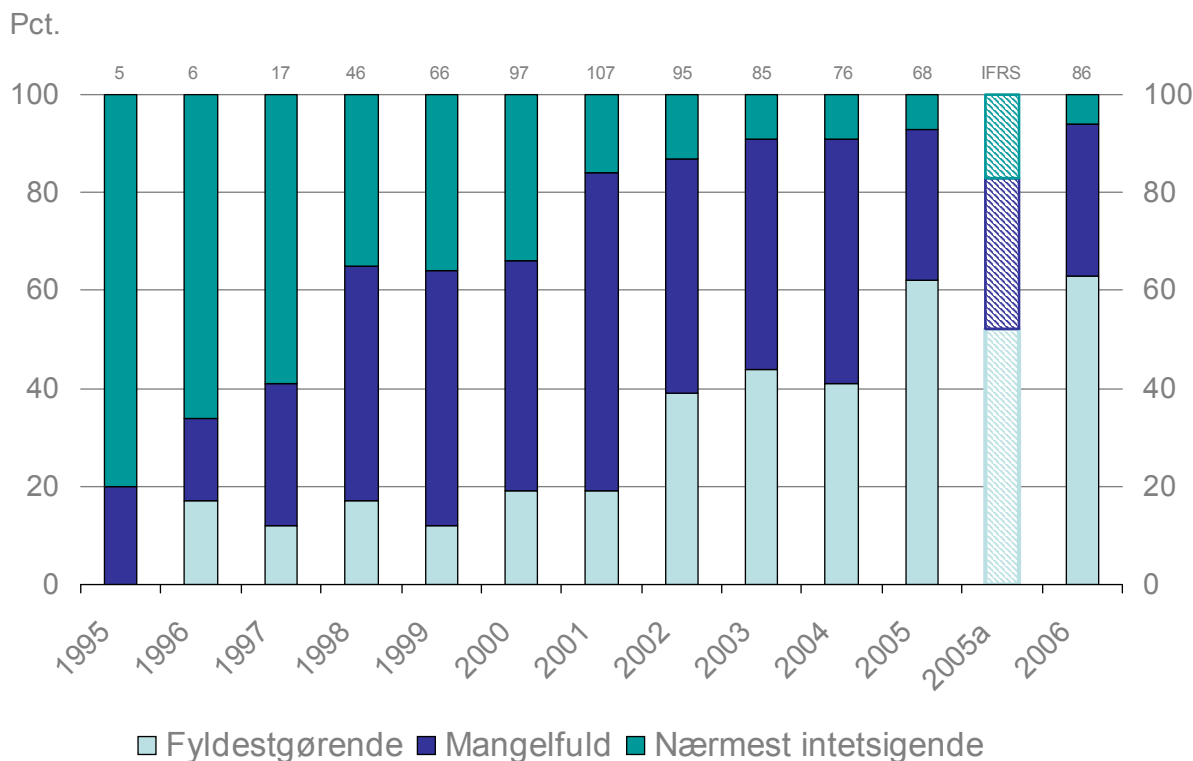
3.6 Information om optionsaflønnig

Ken L. Bechmann har i sin analyse tillige set på kvaliteten af den information, som de børsnoterede selskaber afgiver vedr. anvendelse af optionsaflønnig. Resultatet heraf er gengivet i figur 3.3. Ken L. Bechmann finder, at hver gang kravene til information er blevet skærpet, så synes dette at have en positiv effekt på den helt centrale information, som selskaberne bør levere om den anvendte optionsaflønnig.

¹⁶ Ken L. Bechmanns rapport indeholder kun opgørelse over udnyttede optioner i perioden 2003-2006.

ning. Eksempler herpå er stramningen af Udstederforpligtelsen i 2002 og indførelsen af de internationale regnskabsregler IFRS¹⁷ i 2005. Dog vurderer han, at en række selskaber i 2006 stadig ikke leverer den helt centrale information. Flere af de selskaber, der ikke leverer denne information, er dog selskaber, som lige er blevet børsnoterede.

Figur 3.5: Udviklingen i informationskvaliteten vedr. options aflønning



Anm.: Betegnelsen "Fyldestgørende" gives de selskaber, hvor informationen vurderes at være helt i overensstemmelse med det overordnede krav om, at en rimelig præcis værdi af options aflønningen kan beregnes. "Mangelfuld" gives, hvis informationen ikke vurderes at være detaljeret nok til, at en rimelig præcis værdi af optionen kan beregnes. "Nærmest intetsigende" anvendes, hvis helt central information mangler.

Kilde: Ken L. Bechmann (2007).

IFRS indeholder en række yderligere informationskrav udover, hvad der er krævet for at options aflønningen kan værdiansættes. Det fremgår af Ken L. Bechmanns analyse at, i 2005 leverede 62 pct. af selskaberne information helt i overensstemmelse med det overordnede krav om, at en rimelig præcis værdi af options aflønningen skal kunne opgøres, mens 52 pct. kan siges at overholde de skrappe krav i IFRS2¹⁸.

¹⁷ International Financial Reporting Standards (ældre standarder betegnes som IAS). De udarbejdes af det uafhængige organ International Accounting Standards Board. Standarderne finder alene obligatorisk anvendelse på koncernregnskabet. Da langt størstedelen af de børsnoterede selskaber udarbejder koncernregnskab, ses der her bort de særlige forhold, der er for de selskaber, som ikke udarbejder koncernregnskab

¹⁸ Regnskabsåret 2005 var det første år, hvor de børsnoterede selskaber skulle følge IFRS i forbindelse med aflæggelsen af koncernregnskab. Der er ikke i Ken L. Bechmanns analyse foretaget en vurdering af udviklingen i forhold til 2006-regnskabet.

4 Gældende oplysningsforpligtelser og – anbefalinger m.v.

Aktionærerne i et børsnoteret selskab skal sikres indblik i selskabets lønpolitik, herunder i den eventuelle brug af aktiebaseret incitamentsaflønnings. Oplysninger om selskabets lønpolitik skal sætte aktionærerne i stand til overordnet at vurdere, om lønpolitikken er hensigtsmæssig, og oplysningerne medvirker derved til at fastholde ledelsens fokus og ansvarlighed over for aktionærerne.

Der påhviler efter de gældende regler de børsnoterede selskaber en række oplysningsforpligtelser, både i forbindelse med aflæggelse af årsregnskabet og i forbindelse med selskabernes løbende dispositioner. Det følger endvidere af aktieselskabsloven, at vederlag til bestyrelsesmedlemmer og direktører ikke må overstige, hvad der anses for sædvanligt efter hvervets art og arbejdets omfang, samt hvad der må anses for forsvarligt i forhold til selskabets – og evt. koncernens – økonomiske stilling. De gældende regler indeholder ikke specifikke begrænsninger i børsnoterede selskabers brug af aktiebaseret incitamentsaflønnings.

4.1 Oplysninger ved aflæggelse af årsrapport

Oplysningsforpligtelser efter de regnskabsretlige regler m.m.

Oplysninger om vederlag i børsnoterede selskaber offentliggøres primært i årsrapporterne. De grundlæggende krav til åbenhed omkring børsnoterede selskabers årsrapporter følger af årsregnskabsloven, de internationale regnskabsstandarder (IAS/IFRS)¹⁹ og Københavns Fondsbørs A/S' noteringsregler. De finansielle virksomheder er underlagt særskilt regnskabsregulering med udgangspunkt i lov om finansiel virksomhed, men oplysningsforpligtelserne er grundlæggende de samme.

I årsrapporten for børsnoterede selskaber skal der oplyses om årets samlede vederlag til ledelsen og medarbejderne. Dette omfatter løn, pension, frynsegoder m.v. For medlemmer af ledelsen skal det samlede vederlag oplyses for hver enkelt af kategorierne.

Endvidere skal det oplyses, hvis ledelsen er omfattet af incitamentsprogrammer samt betingelserne herfor.

I EU og EØS reguleres kravene til den regnskabsmæssige behandling af aktiebaseret aflønning i børsnoterede selskaber af IFRS 2. Den danske regnskabsregulering vedrørende aktiebaserede incitamentsaflønnings svarer således i al væsentlighed til de andre EU-landes regulering.

Selv om USA ikke anvender de internationale regnskabsstandarder, men deres egne standarder - FAS²⁰ - svarer regnskabsreguleringen af aktiebaseret aflønning i USA i store træk til reguleringen i EU.

Danske børsnoterede selskaber har således siden 2005 været underlagt oplysningsforpligtelserne i den internationale regnskabsstandard IFRS 2 om aktiebaseret betaling i forbindelse med udarbejdelsen af koncernregnskab. IFRS 2 indebærer - som noget nyt - at aktieoptionsordninger og andre aktiebaserede incitamentsaflønnings skal værdiansættes og medtages i resultatopgørelsen og balancen på samme måde som almindelig løn.

¹⁹ International Financial Reporting Standards (ældre standarder betegnes som IAS). De udarbejdes af det uafhængige organ International Accounting Standards Board. Standarderne finder alene obligatorisk anvendelse på koncernregnskabet. Da langt størstedelen af de børsnoterede selskaber udarbejder koncernregnskab, ses der her bort de særlige forhold, der er for de selskaber, som ikke udarbejder koncernregnskab.

²⁰ Financial Accounting Standards. De udarbejdes af det uafhængige organ Financial Accounting Standards Board.

Det kan medvirke til at skabe øget opmærksomhed om, at aktiebaserede incitamentsordninger er omkostningskrævende for selskabet og dermed for aktionærerne, som i sidste ende skal bære omkostningen i form af en mindskelse af ejerandelen eller kapitalen i selskabet. IFRS 2 kan dermed medvirke til at rette den misforståelse, at blot fordi aktieoptioner mv. ikke er løn i gængs regnskabsmæssig forstand, så udgør de ikke en omkostning for selskaberne.

Corporate governance anbefalinger

Den nedsatte Komité for god Selskabsledelse ("Nørby-udvalget") har udarbejdet en række anbefalinger om bestyrelsens og direktionens – og dermed ledelsens – vederlag, herunder anbefalinger omkring indførelse af og oplysning om incitamentsprogrammer²¹. Anbefalingerne tager højde for EU-Kommissionens henstilling om ledelsens aflønning.

Overordnet anbefales det bl.a., at bestyrelsen udarbejder en vederlagspolitik, som afspejler selskabets og dermed aktionærernes interesser, og at bestyrelsen forholder sig til sammensætningen af grundløn, bonus, kursrelaterede incitamentsordninger m.v. Det anbefales i den sammenhæng, at indholdet af vederlagspolitikken indgår i selskabets årsrapport og desuden omtales i formandens beretning på generalforsamlingen. Det følger desuden af anbefalingerne, at et selskabs bestyrelse ikke bør aflønnes med aktieoptionsprogrammer.

I forhold til de regnskabsretlige regler m.v. anbefales det, at der i årsrapporten gives oplysninger om størrelsen af hhv. de enkelte bestyrelsesmedlemmers og de enkelte direktionsmedlemmers samlede vederlag og andre fordele af væsentlig karakter. En række andre lande, herunder UK, Irland, Sverige og Tyskland²² har også anbefalinger eller krav om, at vederlag til ledelsen skal specificeres på hvert enkelt medlem af ledelsen.

Forpligtelser efter de selskabsretlige regler

Det følger af aktieselskabsloven, at generalforsamlingen vælger bestyrelsen, og bestyrelsen ansætter direktionen. Det er dermed som udgangspunkt bestyrelsen, der fastlægger selskabets lønpolitik og indgår konkrete lønkontrakter med direktionen.

I relation til fastlæggelsen af selskabets lønpolitik og indgåelse af konkrete lønkontrakter skal bestyrelsen handle forsvarligt. Handler bestyrelsen uforsvarligt eller groft tilsidesætter sine forpligtelser, kan de pågældende bestyrelsesmedlemmer gøres ansvarlige, jf. aktieselskabslovens erstatningsansvarsregler.

Aktionærerne har mulighed for at tage selskabets lønpolitik, herunder brug af incitamentsprogrammer, op på den ordinære generalforsamling, når årsrapporten forelægges til godkendelse. Via årsrapporten får aktionærerne oplysning om incitamentsprogrammerne samt betingelserne herfor, jf. nærmere ovenfor.

Aktionærerne har derigennem mulighed for at forholde sig til allerede foretagne dispositioner og kan tilkendegive deres utilfredshed med bestyrelsens dispositioner. Men det vil typisk alene få konsekvenser for fremtidige dispositioner og ikke nødvendigvis for den eventuelle konkrete sag.

De gældende lovregler samt anbefalinger sikrer således aktionærerne indsigt i selskabets samlede dispositioner omkring aflønning af ledelsen, herunder brug af aktiebaserede incitamentsordninger, men ho-

²¹ Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005.

²² I Tyskland gælder, at 75 pct. af den på en generalforsamling repræsenterede kapital kan beslutte ikke at offentliggøre direktionens indtægter. En sådan beslutning kan gælde i op til 5 år.

vedsageligt først efter at de konkrete beslutninger om aflønning er truffet. Dog følger det af aktieselskabsloven, at aktionærerne skal godkende, at der udstedes tegningsrettigheder (warrants).

4.2 Løbende oplysninger om konkrete tildelinger/udnyttelser af optioner mm.

For at sikre et effektivt aktiemarked er det vigtigt, at al relevant information indregnes i aktiekurserne. Det gælder også i relation til information om konkrete tildelinger og udnyttelser af aktieoptionsordninger og lignende incitamentsordninger. Ledelsens handel med aktier i selskabet kan bl.a. være udtryk for en forventning til selskabets kommende indtjening og udvikling. Oplysninger om konkrete tildelinger og handel udgør derfor et vigtigt informations-element for de nuværende aktionærer såvel som potentielle investorer samt offentligheden i øvrigt. Offentliggørelse af oplysningerne udgør også en forebyggende foranstaltning mod markedsmisbrug.

Oplysningsforpligtelser i henhold til børsretlige regler og Fondsbørsens noteringsregler

Det følger af Københavns Fondsbørs' noteringsregler, at noterede selskaber hurtigst muligt skal meddele Fondsbørsen, såfremt selskabet træffer beslutning om indførelse af *konkrete* aktiebaserede aflønningsprogrammer, jf. boks 4.1.

Boks 4.1: Oplysningsforpligtelser ved indførelse af aktieoptioner

Meddelelsen skal som minimum indeholde oplysninger om:

- hvilke typer af aktiebaseret aflønning, der er omfattet af programmet,
- hvilken personkreds, der er omfattet af programmet, opdelt på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt,
- tidspunktet for tildelingen,
- det totale antal underliggende aktier i programmet, og fordelingen af disse på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt,
- hvilke målsætninger, der lægges til grund for tildelingen af den aktiebaserede aflønning,
- perioden inden for hvilken, programmet kan udnyttes,
- udnyttelsesprisen,
- hvilke konkrete betingelser, der skal være opfyldt for, at den aktiebaserede aflønning kan udnyttes, og
- markedsværdien af den aktiebaserede aflønning, herunder en beskrivelse af hvorledes markedsværdien er opgjort og de væsentligste forudsætninger herfor.

Der skal desuden efter værdipapirhandelsloven gives meddelelse om konkrete tildelinger af aktier eller optioner m.v. til medlemmer af bestyrelse, direktion og andre ledende medarbejdere i børsnoterede selskaber m.v.²³

Ligeledes skal der ske meddelelse ved udnyttelse af en option. Københavns Fondsbørs offentliggør de modtagne meddelelser²⁴.

Reglerne skaber gennemsigtighed og åbenhed *efter*, der er sket konkrete tildelinger eller udnyttelse af aktieoptionsprogrammer og lignende optionsinstrumenter i de enkelte selskaber.

Oplysningsforpligtelserne svarer i al væsentlighed til de forpligtelser, der er gældende i de øvrige EU-lande, idet de udspringer af EU-direktiver. I USA skal virksomheder udarbejde en redegørelse, som beskriver virksomhedens aflønningspolitik.

Oplysningsforpligtelse om intern viden

Det følger af hovedreglen for noterede selskabers oplysningsforpligtelser i lov om værdipapirhandel m.v., at der hurtigst muligt via Københavns Fondsbørs skal ske offentliggørelse af oplysninger, der udgør intern viden. Denne forpligtelse sikrer, at insidere som udgangspunkt kun vil besidde intern viden i kort tid og dermed ikke kan misbruge denne til at opnå en økonomisk vinding.

Der er ikke i denne sammenhæng fastsat særlige oplysningskrav i forbindelse med selskabers brug af aktiebaseret incitamentsaflønning.

5 Åbenhedspakken m.v.

Udviklingen i brugen af aktiebaseret incitamentsaflønning viser, at der i 2006 er sket forholdsvis store tildelinger, og at en række selskaber i 2006 enten har tildelt optionsaflønning for første gang eller er begyndt igen efter en pause. Optionsaflønning er således kommet for at blive og betragtes som et væsentligt instrument til bl.a. at motivere, tiltrække og fastholde ledelsesmedlemmer. De gældende regler sikrer aktionærerne indsigt i selskabets dispositioner omkring aflønning af ledelsen, herunder brug af aktiebaserede incitamentsordninger – men det er først *efter*, at aflønningen har fundet sted. Som ejer af selskabet bør aktionærerne have en klar og rimelig indsigt i selskabets generelle politik for brug af aktiebaseret incitamentsaflønning, forud for at der gøres konkret brug heraf. Regeringen har derfor taget initiativ til en åbenhedspakke, der sikrer forudgående inddragelse af aktionærerne, inden et selskab indgår konkrete aftaler om incitamentsaflønning af ledelsen, samt en række andre fremadrettede initiativer, jf. nedenfor.

5.1 Forudgående inddragelse af aktionærerne om aktiebaserede incitamentsaflønning

Det i foråret 2007 fremsatte lovforslag til ændring af bl.a. aktieselskabsloven²⁵ har til formål at skabe større åbenhed, således at aktionærerne er i stand til at vurdere og forholde sig til hensigtsmæssigheden af selskabets brug af aktiebaserede incitamentsordninger og lignende ordninger i øvrigt. Lovforslaget vil bevirke, at hvis noterede selskaber fremover ønsker at gøre brug af incitamentsaflønninger, skal de overordnede retningslinjer for incitamentsaflønningen forudgående godkendes af generalforsamlingen. Det skal fremgå af retningslinjerne, efter hvilke grundlæggende principper konkrete aftaler om incitamentsaflønning af bestyrelse og direktion kan indgås. Endelig er konsekvensen af lovforslaget, at det skal fremgå af selskabets vedtægter, hvis der er vedtaget retningslinjer for incitamentsaflønning, og disse

²³ Reglerne gælder også for ledende medarbejdere i selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på en autoriseret markedspads eller et tilsvarende reguleret marked.

²⁴ Fra 1. juni 2007 kan de noterede selskaber frit vælge mediet for offentliggørelse af oplysningerne. De nye regler indebærer samtidig, at selskaberne skal indsende oplysningerne til Finanstilsynet. Indsendelsen tjener to formål: dels er der tale om en registrering til tilsynsformål, dels skal oplysningerne samles i en database, hvor offentligheden kan få adgang til alle historiske oplysninger om selskabet.

²⁵ Lovforslag nr. L 178 om Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love.

skal gøres offentligt tilgængelige på selskabets hjemmeside. Det sikrer øget åbenhed for aktionærerne og investorer.

Kravene til indholdet af retningslinjerne er fastlagt således, at der sikres sammenhæng til regnskabsrapporteringen. Aktionærerne skal således, når årsrapporten fremlægges, kunne se, at bestyrelsen overholder de vedtagne retningslinjer.

Aktionærerne vil derfor fremover *på forhånd* skulle forholde sig til selskabets overordnede retningslinier om incitamentsaflønnning til ledelsen, inden der indgås konkrete lønkontrakter herom. Sammenholdt med kravene i regnskabsreglerne og oplysningsforpligtelserne, som giver oplysning om den faktiske disposition *efter* tildelingen til ledelsen, er der skabt et samspil, som sikrer aktionærerne en passende åbenhed og gennemsigtighed.

5.2 Vejledning om sammensætning (design) af konkrete aktiebaserede incitamentsprogrammer

Det er principielt selskabets eget anliggende, hvordan det ønsker at aflønne ledelsen. Det er bestyrelsen, som ansætter direktionen og aftaler de konkrete ansættelsesvilkår for direktionen, herunder eventuel incitamentsaflønnning af de enkelte direktionsmedlemmer. Bestyrelsen skal i sit arbejde varetage selskabets interesser og er i den sammenhæng ansvarlig over for selskabets aktionærer for sine dispositioner.

Der findes imidlertid mange former for incitamentsaflønninger, og motivationen for anvendelsen kan være meget forskellige, jf. afsnit 2. Et vigtigt element i beslutningen om brugen af aktiebaseret incitamentsaflønnning er tillige, hvordan de konkrete programmer bedst udformes, så det ønskede formål opnås. Der skal således tages stilling til spørgsmål om fastlæggelse af tildelings- og performancekriterier, løbetid, udnyttelseskursen og evt. betingelser for ændring af kursen samt fastlæggelse af bestemte perioder for udnyttelse af optionerne m.v. Det er vigtigt, at selskaberne har fokus på fastlæggelsen af disse kriterier og performanceparametre, og aktivt forholder sig til, om performancekriterierne skal afspejle en ekstraordinær indsats og dermed har en tilstrækkelig incitamentsfremmende effekt på ledelsen.

Som led i at forstærke selskabernes beslutningsgrundlag, når de enkelte programmer skal udformes, er det fundet nyttigt at få belyst, hvilke faktorer der bør tages med i betragtning, således at de konkrete programmer udformes på den mest hensigtsmæssige måde.

Komitéen for god Selskabsledelse har på baggrund af opfordring fra økonomi- og erhvervsministeren igangsat et arbejde med at udarbejde en vejledning, som de enkelte selskaber kan gøre brug af, når de konkrete aktiebaserede incitamentsprogrammer skal udformes.

5.3 Kvalitetstjek af reglerne om værdipapirhandel i relation til eventuel risiko for ”loyalitetskonflikt” og udnyttelse af intern viden

Det har været anført, at brug af aktiebaserede incitamentsordninger indebærer en risiko for, at der kan opstå en loyalitetskonflikt mellem ledelsen og aktionærerne på grund af forskel mellem ledelsens og aktionærernes risikovillighed og investeringsønsker m.v.. Der har således i den senere tid været sat spørgsmålstegn ved, hvorvidt aktiebaserede incitamentsordninger kan anvendes af ledelsen til at påvirke kursen ud fra privatøkonomiske betragtninger, der ikke nødvendigvis er i markedets interesse som helhed. Eksempelvis fremhæves det, at ledelsen får incitament til og mulighed for at tænke kortsigtet med henblik på at påvirke kursdannelsen på selskabets aktier for at få en så gunstig udnyttelse af aktieoptionerne som mulig.

Økonomi- og erhvervsministeren nedsatte i 2005 det såkaldte Insiderudvalg, der har til opgave at vurdere, om de gældende insiderregler er tilstrækkelig dækkende og præcise. I den sammenhæng ser udvalget også på, hvorledes udnyttelse af aktieoptioner mv. er stillet i forhold til insiderforbuddet. Det er derfor fundet hensigtsmæssigt, at optionsordningers indvirkning på kursfastsættelsen vurderes i sammenhæng med de almindelige overvejelser, der gøres i forhold til insiderreglerne. Spørgsmålet vil indgå i den betænkning, som Insiderudvalget forventes at præsentere i løbet af 2007.

5.4 Forbedring af kvaliteten af informationen omkring aktiebaserede incitamentsprogrammer

Der har over de senere år været en positiv udvikling i kvaliteten af børsnoterede selskabers information om aktiebaseret incitamentsafløbning. Der er dog indikationer på, at visse selskaber ikke i tilstrækkeligt omfang afgiver fyldestgørende informationer. Særligt nynoterede selskaber synes at have svært ved at følge reglerne, hvorfor der ikke er tale om ond vilje men måske mere tale om manglende kendskab til reglerne.

Fondsrådet har oplyst, at anvendelsen af aktiebaseret incitamentsafløbning allerede indgår som en risikofaktor i de af rådet godkendte retningslinjer for, hvilke selskaber der udtages til kontrol. Ved kontrollen vurderes det konkret, om selskabet har overholdt sine oplysningsforpligtelser om aktiebaseret incitamentsafløbning. Hvis der konstateres fejl, påtaler Fondsrådet dette over for selskabet. Fondsrådet påser også, at fejlen bliver rettet. Fondsrådet er således allerede opmærksom på de regnskabsmæssige risici, aktiebaseret incitamentsafløbning kan indebære.

Regeringen lægger vægt på, at de børsnoterede selskaber, i lyset af aktionærernes og offentlighedens interesse, på en fyldestgørende måde oplyser om deres aktiebaserede incitamentsprogrammer. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen vil derfor øge vejledningen af de børsnoterede selskaber, særligt nynoterede selskaber, for derigennem at sætte selskaberne bedre i stand til at afgive fyldestgørende oplysninger. Samtidig vil der ligeledes være opmærksomhed på dette spørgsmål i forbindelse med godkendelse af prospekter ved børsnotering.

Udvalgte incitamentsprogrammer

Aktieoptioner: Samlet betegnelse for købs-/salgsoptioner samt tegningsrettigheder. I relation til aflønning anvendes sædvanligvis købsoptioner og tegningsrettigheder, hvorfor salgsoptioner betragtes i denne kortlægning.

Købsoptioner: Betegnelse for købsretter, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til på et fremtidigt tidspunkt at købe en given mængde *eksisterende* aktier til en på forhånd fastsat kurs.

Tegningsoptioner/-rettigheder (warrants): Betegnelse for købsretter, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til på et fremtidigt tidspunkt at købe en given mængde *nyudstedte* aktier til en på forhånd fastsat kurs.

Konvertible obligationer: En rentebærende obligation, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til på et fremtidigt tidspunkt at konvertere obligationen til en given mængde *nyudstedte* aktier – alternativt at få udbetalt obligationens pålydende værdi.

Fantomaktier: En aftale om, at ejeren – på papiret – tildeles en given mængde aktier til en given kurs. Ejeren får dog ikke ret til at købe aktierne og bliver derfor ikke medejer i selskabet. Der fastsættes enten en eller flere perioder, hvor fantomaktierne kan ”realiseres”, og den mulige gevinst består af et *kontant bonusbeløb*, der udgør forskellen mellem kursen på tildelingstidspunktet og kursen på udnyttelsestidspunktet.

Aktiekøb/-tildeling (direkte erhvervelse): Ejeren får ret til med det samme at erhverve aktier enten til markedskurs eller til favørkurs. Der kan både være tale om nyudstedte, eksisterende eller fondsaktier.