

INCITAMENTS-PROGRAMMER

og oplysningsforpligtelsen



Den 15. november 2001 blev et nyt sæt "Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S" med gyldighed fra 1. januar 2002 sendt på gaden. Det nye regelsæt blev lanceret på et pressemøde, hvor Fondsbørsens direktør, Hans-Ole Jochumsen, bl.a. slog fast, at de nye regler var motiveret af et ønske om at hæve mindstekravet til informationsgivning fra børsnoterede selskaber, så reglerne matcher de krav, som danske og internationale investorer har til dem¹⁾. Det er således selskabernes oplysningsforpligtelser, som har været i fokus ved udarbejdelsen af de nye regler. Særligt er Fondsbørsens anbefaling til selskaberne om at offentliggøre kvartalsrapporter blevet understreget, men også reglerne for oplysning i forbindelse med ledelsens aflønning og incitamentsprogrammer er blevet præciseret. Kort efter udgivelsen af de nye fondsbørsregler offentliggjorde det såkaldte Nørby-udvalg sin rapport om "Corporate Governance i Danmark – Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark." Rapporten giver en række anbefalinger i relation til god selskabsledelse og kommer herunder også ind på anvendelsen af incitamentsprogrammer og det ønskværdige i "åbenhed og gennemsigtighed" i forbindelse med sådanne programmer²⁾. Oplysning i forbindelse med incitamentsprogrammer er netop emnet for nærværende artikel³⁾.

Baggrund

Shareholder Value og Corporate Governance er to af senhalvfemsernes helt store finansielle modeord, og begreberne har vundet indpas i det finansielle miljø i løbet af de seneste år i en sådan grad, at de nærmest er blevet et mantra. Virksomheder melder ud, at de *bekender sig til shareholder value tankegangen*. Institutionelle investorer roser offentligt selskaber, der i denne henseende udøver fornuftig corporate governance⁴⁾, og konsulentfirmaer står på nakken af hinanden for at rådgive om disse emner. Denne trend er fundamentalt set sund og nyttig. Hvis man vil være kritisk, kunne man udspørge selskaberne om, hvad de foretog sig, før de begyndte at fokusere på shareholder

value. En form for blåstempling opnåede shareholder value og corporate governance begreberne da også, da landets fineste økonomer dedikerede et helt kapitel i Vismandsrapporten 1999 til emnet.

For mange selskaber har shareholder value synsvinklen været ensbetydende med at tilbyde aktiebaseret aflønning til ledende medarbejdere og eventuelt til bestyrelsen. Ideen hermed er kort fortalt at få knyttet et skæbnefællesskab mellem aktionærer og ledelse via en aflønning til ledelsen, som er bundet op til aktiekursen. Hermed er det naturligvis meningen at sikre, at ledelsen koncentrerer sin indsats om tiltag, der gavner aktiekursen til fælles glæde for aktionærer og ledelse.

Ledelsesaflønning, som afhænger af aktiekursens udvikling, kan tage mange former, men langt den mest almindelige form for incitamentsprogram baseret på finansielle instrumenter er aktieoptioner eller –warrants, og der er ingen tvivl om, at Fondsbørsen har haft et særligt øje til denne type instrumenter ved formuleringen af de seneste par regelsæt. I parentes bemærket er det på det teoretiske plan langt fra afklaret, om optionskontrakter er det mest velegnede instrument til ensretning af ledelsens og aktionærernes interesser. Desuden diskuteres diverse alternative design af optionskontrakter for tiden i den akademiske litteratur, men disse ting vil vi ikke komme nærmere ind på her.

Oplysningsforpligtelsen

Den vigtigste informationsforpligtelse, der påhviler et børsnoteret aktieselskab, er formuleret i regelsættets Del II, Afsnit 3, § 16, stk. 1 i en enkel og meget klar sætning, jf. boks 1.

Paragraf 16 er en gengivelse af værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, og refereres ofte som oplysningsforpligtelsen

BOKS 1. OPLYSNINGSFORPLIGTELSENS GENERALKLAUSUL – REGELSÆTTETS DEL II, AFSNIT 3, § 16

Et selskab skal straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne.

BOKS 2. OPLYSNINGER OM INCITAMENTSPROGRAMMER – REGEL-
SÆTTETS DEL II, AFSNIT 3, § 19

Beslutninger om indførelse af aktiebaserede aflønningsprogrammer skal straks meddeles Københavns Fondsbørs. Meddelelsen skal 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.

Stk. 2. Oplysninger om aktiebaserede aflønningsprogrammer skal medtages i årsrapporten, og det skal fremgå, hvor stor en del af programmet, der er udnyttet ultimo året, opdelt på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt.

Stk. 3. Såfremt det besluttet at indføre ekstraordinære bonusordninger og lignende til selskabets bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere i øvrigt, skal det væsentligste indhold af ordningen straks meddeles Københavns Fondsbørs.

generalklausul. Lidt forenklet kan man sige, at den øvrige del af regelsættet, som omhandler oplysningsforpligtelsen, drejer sig om at præcisere og konkretisere ovenstående generelle krav. Der er således et afsnit, der specificerer særlige krav til aktieudstedere, og andre afsnit særligt vedrørende både obligationer og investeringsforeninger.

I afsnittet om særlige forpligtelser for udstedere af aktier finder man § 19 om incitamentsprogrammer – jf. boks 2 –, og nærværende artikel er bl.a. inspireret af denne paragraf. Paragraffen er blevet udvidet i forhold til det tidligere regelsæt, som trådte i kraft den 1. oktober 1999, og som for første gang indeholdt et selvstændigt afsnit om incitamentsprogrammer⁵⁾. Vi vil diskutere baggrunden for denne særlige paragraf og dens indhold, og vi vil dokumentere de enorme forskelle, der hidtil er forekommet i de forskellige børsnoterede selskabers anstrengelser for at leve op til de gældende krav.

Som nævnt blev det allerede i 1999 præciseret med en selvstændig paragraf, at der skulle oplyses detaljer om incitamentsprogrammer. Den nye paragraf er mere præcis end sin forgænger, og flere af de tidligere regelkommentarer er nu indarbejdet i selve paragraffen. For så vidt angår

paragraffens indhold er det afgørende, ganske som førhen, at der skal oplyses så præcist, at det er muligt at vurdere markedsværdien af aflønningsprogrammet. Der er dog også sket konkrete stramninger. For eksempel skal selskabet nu offentliggøre dets egen vurdering af incitamentsprogrammets markedsværdi, hvor det tidligere blot skulle sikres, at det var muligt for udenforstående at beregne denne værdi.

Udbredelse

Før vi kaster os ud i en diskussion af, hvorfor det er vigtigt at bibringe markedet oplysninger om selskabers incitamentsprogrammer, vil vi præsentere nogle få summariske resultater af en igangværende undersøgelse om danske børsnoterede virksomheders anvendelse af optionsaflønning. Vores foreløbige resultater er bl.a. tilstrækkelige til at underbygge den herskende opfattelse i bl.a. pressen om, at optionsbaseret aflønning vinder større og større udbredelse.

For at skaffe oplysninger om selskabers incitamentsprogrammer har vi ved hjælp af Københavns Fondsbørs' StockWise database gennemgået samtlige børsmeddelelser startende i 1995 og frem til i dag. Desuden har vi finkæmmet regnskaber fra 1996 og fremefter for samtlige danske børsnoterede selskaber. Dette har vi gjort, fordi § 19, jf. tidligere, ikke blot kræver oplysning direkte til Fondsbørsen, men også (jf. § 19, stk. 2), at de samme oplysninger medtages i årsrapporten (tidligere som en note i regnskabet)⁶⁾. Vi starter i 1995, fordi den første optionsaflønningskontrakt i et dansk børsnoteret selskab efter vores oplysninger blev udstedt i dette år af virksomheden Neurosearch^{7) 8)}.

De fundne oplysninger – hvis kvalitet vi vender

FORFATTERNE



ADJUNKT, PH.D.
KEN L. BECHMANN
HANDELSHØJSKOLEN
I KØBENHAVN
KB.FI@CBS.DK



LEKTOR, PH.D.
PETER LØCHTE JØRGENSEN
AARHUS UNIVERSITET
ECOLOCHE@ECON.AU.DK

KEN L. BECHMANN ER ADJUNKT VED INSTITUT FOR FINANSIERING, HANDELSHØJSKOLEN I KØBENHAVN OG HAR CORPORATE FINANCE OG BØRSMARKEDET SOM FORSKNINGSOMRÅDER.

PETER LØCHTE JØRGENSEN ER ANSAT VED AFDELING FOR VIRKSOMHEDSLEDELSE, AARHUS UNIVERSITET OG HAR OPTIONSTEORIEN SOM EN DEL AF SIT FORSKNINGSOMRÅDE. SPECIELT ER DER I DEN SENESTE TID ARBEJDET MED ANALYSER AF OPTIONSPROGRAMMER I DANSKE BØRSNOTERED E VIRKSOMHEDER.

TABEL 1. UDVIKLING I OPTIONS AFLØNNING I DK

	Børsnoterede selskaber ¹⁾	Selskaber m. optioner	Top-100 selskaber m. optioner ²⁾	KFX-selskaber m. optioner ³⁾
1995 ⁴⁾	252	5 (2%)	4 %	0 %
1996	249	6 (3 %)	5 %	0 %
1997	249	17 (7 %)	14 %	5 %
1998	254	46 (18 %)	29 %	38 %
1999	242	66 (27 %)	43 %	55 %
2000	235	97 (41 %)	59 %	68 %
2001 ⁵⁾	219	107 (49 %)	63 %	74 %

1) Tallet er ultimo året og ekskl. investeringsforeninger.

2) De 100 største selskaber målt efter samlet markedsværdi af noterede aktier ultimo året.

3) 20 selskaber indgår i KFX-indeksset, men p.g.a. revideringer af indeksets sammensætning kan flere end 20 selskaber have været KFX-medlemmer i løbet af et kalenderår.

4) 1995 oplysningerne kommer fra 1995-oplysningsmeddelelser, 1995-regnskaber og, for virksomheder med forskudt regnskabsår, fra 1995/1996-regnskaberne. Tilsvarende for de efterfølgende år.

5) 2001-oplysningerne er alene opdateret ud fra oplysningsmeddelelser.

tilbage til – har vi bearbejdet og samlet i en database, som udgør et unikt grundlag for videre studier, især fordi den omfatter *samtlig*e børsnoterede selskaber i Danmark siden 1995, i modsætning til tidligere undersøgelser, som vi er bekendt med⁹⁾.

Lad os i første omgang se på udviklingen i antallet og andelen af selskaber, som anvender options aflønning.

Tabel 1 efterlader ingen tvivl om, at antallet af selskaber, som tilbyder aktieoptioner/-warrants til ledelse og evt. andre medarbejdere, er vokset støt fra midten af 90'erne, hvor blot en håndfuld selskaber anvendte options aflønning og frem til i dag, hvor flere end 100 selskaber er med på vognen. Tabellen dokumenterer endvidere – ikke overraskende – at options aflønning er relativt mere udbredt i de største virksomheder. Af tallene for år 2001 ses f.eks., at 49% af alle børsnoterede selskaber har optioner, mens det samme gælder for 63% af de 100 største selskaber. For KFX-selskaberne er andelen helt oppe på 74%, og alle KVVX-selskaber havde ultimo 2000 og 2001 udstedt options aflønning. I forbindelse med KFX-selskaberne er der i pressen efterhånden da også mest fokus på, hvilke virksomheder som IKKE incitaments aflønner med optioner. Ifølge vores oplysninger er disse selskaber i skrivende stund William Demant Holding, Jyske Bank, Nordea samt D/S 1912 og D/S Svendborg¹⁰⁾.

I relation til en vurdering af nøjagtigheden af tabellens oplysninger skal det atter nævnes, at oplysningsforpligtelsen vedrørende incitamentsprogrammer først blev præciseret i 1999, hvorfor især vores tal fra før 1999 repræsenterer en undergrænse for de korrekte tal. Vi føler os dog temmelig sikre på, at tallene er ret nøjagtige, eftersom der i oplysningsmeddelelser og regnskaber generelt kan spores en god vilje til at ville oplyse om eksistensen af incitamentsprogrammer for derigennem måske at signalere, at man er med på noderne. Detaljeringsgraden af de afgivne informationer er det derimod så som så med, jf. senere.

Nødvendigheden af oplysning

Som dokumenteret ovenfor er der siden 1995 sket en stærk stigning i antallet af selskaber, som tilbyder options aflønning til deres medarbejdere. Omkring halvdelen af alle selskaber og ³/₄ af "de store" har nu udstedt optioner eller warrants, og med den stærkt øgede anvendelse af disse aflønningsformer er vigtigheden af oplysning også steget tilsvarende.

I det nuværende regelsæts § 19, såvel som i det tidligere regelsæts § 17, har Københavns Fondbørs krævet, at der oplyses om

- hvilken personkreds der er omfattet, opdelt på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt
- typen af ydelser
- detaljer, der gør det muligt at værdifastsætte ydelsen.

I relation til det sidste punkt ovenfor er det klart, at der er mange parter, som har interesse i at få fastsat værdien af de tilbudte incitamentsprogrammer. De mest indlysende er vel giveren ("virksomheden" repræsenteret ved bestyrelsen) og modtageren selv. Disse parter må dog antages ikke blot at være interesserede i størrelsesordenen af værdien af den tilbudte ydelse, men eksempelvis også i denne værdis følsomhed over for ændringer i aktiekursen. Denne følsomhed er f.eks. særdeles relevant i forbindelse med virksomhedens afdækning af optionsforpligtelsen. Både bestyrelsen og modtageren må dog formodes i forvejen at være bekendt med kontraktens detaljer, så de med hensyn til værdifastsættelsen ingen særlig interesse har i, at der oplyses udadtil. Det har imidlertid fordringshavere i virksomheden – specielt aktionærerne men også skattemyndighederne – og det er der mindst to særdeles gode grunde til.

For det første indebærer udstedelse af optioner eller warrants en omkostning for virksomheden, og den omkostning er der kun virksomhedens ejere til at bære. Der er grund til at hamre dette faktum fast med syvtommersøm, eftersom det ofte hævdes – f.eks. med baggrund i skatte- og regnskabslovgivning – at optioner ikke er løn¹¹⁾, og at optioner ikke koster noget at udstede¹²⁾. Realiteten er naturligvis en anden, for har virksomheden udstedt aktieoptioner, har den påtaget sig en forpligtelse til at afregne aktieoptionerne på et tidspunkt i fremtiden, og uanset om optionen kaldes løn, medejerskab eller noget helt tredje, er der ingen regnskabsregler, der kan ændre på, at forpligtelsen *alt andet lige* reducerer den del af virksomhedens værdi der tilhører aktionærerne. Ejere og potentielle investorer bør følgelig have oplysninger, der gør det muligt at danne sig et billede af den til optionsudstedelsen hørende omkostning. Man kan naturligvis *håbe på*, at optionen finansierer sig selv gennem en værdiskabende ekstrainsats af ledelsen, men det er noget helt andet.

For det andet er der det kontrolmæssige aspekt, som er aktuelt, hvis incitamentsprogrammet består af warrants, dvs. tegningsoptioner. Ud over optionselementet er warrants kendetegnet ved, at der ved indløsning af disse foretages en kapitaludvidelse ved udstedelse af nye aktier. Warrants udgør således ikke en direkte likviditetsbelastning for virksomheden, men der sker i stedet en udvanding – *dilution* – af de oprindelige investorers ejerandel. Der er med andre ord flere om "at dele kagen" efter en warrant-indløsning. En sådan udvanding kan være en dråbe i havet, men den kan også være en (kold) spand vand i badekarret. Om den vil være det ene eller det andet, eller noget midt imellem, kan de "gamle" aktionærer naturligvis kun danne sig en mening om, hvis de har tilstrækkeligt med oplysninger om incitamentsprogrammet.



Begge de ovennævnte aspekter kan illustreres ved hjælp af følgende simple modeksempel. Betragt et selskab med en samlet markedsværdi på $V_0=100$ på tidspunkt 0. Selskabet har udstedt $n=10$ aktier, og lad os indledningsvist antage, at det ikke har nogen gæld, og at der heller ikke udestår forpligtelser i form af incitamentsprogrammer. Det følger umiddelbart, at aktiekursen da vil være $S_0=100/10=10$. Lad os dernæst ændre den sidste antagelse og antage, at der er iværksat et incitamentsprogram i form af en udstedelse af $m=5$ warrants til ledende medarbejdere. Hver warrant, der er af europæisk type, har en løbetid på 3 år og giver ret til at købe en aktie i selskabet til en exercisekurs på $X=9$. Tabel 2 giver en oversigt over disse oplysninger samt størrelsen af den risikofrie rente, r , og volatiliteten, σ , af virksomhedens markedsværdi, som er nødvendig for den følgende værdiansættelse af de udstedte warrants.

Hvis vi lader V_T betegne markedsværdien af selskabet på udløbstidspunktet for de udstedte warrants, viser en let omskrivning, at værdien ved exercise af en warrant bliver¹³⁾

$$\frac{n}{n+m} \left(\frac{V_T}{n} - X \right).$$

Værdien af en warrant bliver dermed den samme som værdien af $\frac{n}{n+m}$ tilsvarende call optioner med $\frac{V}{n}$ som værdi af det underliggende aktiv. Anvendes den generelt anerkendte Black-Scholes formel til prisfastsættelsen, finder vi, at værdien af en warrant på tidspunkt 0 er $W_0 = 2,10$, og

følgelig kan aktiekursen bestemmes til $\bar{S}_0 = (V_0 - m \cdot W_0)/n = 8,95$. Denne værdi skal sammenlignes med aktiekursen, S_0 , på 10 fra først i eksemplet, hvor der ikke var en udestående forpligtelse i form af et incitamentsprogram (eller hvor markedet var uvidende om det!). Warrant-udstedelsen medfører altså i eksemplet et kursfald på over 10%.

Nu skal man som bekendt være påpasselig med at konkludere noget generelt ud fra et eksempel, og det gælder også her. Den værdiforringelse af aktierne, som en options- eller warrantudstedelse medfører afhænger naturligvis helt af parameterforudsætningerne, men den kan let blive mere markant end i ovenstående eksempel. Sænkes exercisekursen f.eks. til nul, som kendetegner den optionstype, der i USA kaldes *restricted stock*, vil warrant-værdien blive mere end tredoblet, og aktiekursen falder til 6,67. Hvis løbetiden forlænges fra 3 til 10 år, falder aktiekursen til 8,14, og hvis volatiliteten tredobles til 90% (Navision!), fordobles warrant-værdien, og aktiekursen bliver 7,94.

I eksemplet ovenfor var der udstedt warrants, hvilket betød, at der også skulle tages højde for en udtynding af de nuværende aktier i tilfælde af exercise. Var der i stedet udstedt egentlige optioner, så ville der naturligvis ikke ske en sådan udtynding. Værdien af den forpligtelse, som selskabet har påtaget sig ved at uddele optionerne, vil dog stadig på tilsvarende måde have betydning for kursen på en aktie i selskabet.

Sluttelig skal det bemærkes, at det i ovenstående eksempel var forudsat, at de udstedte warrants eller optioner hverken helt eller delvist blev afdækket ved udstedelsen. Dette kunne selskabet have gjort ved enten at købe eller replikere de tilsvarende optioner/warrants i markedet. En sådan afdækning ville naturligvis eliminere usikkerheden vedrørende den fremtidige forpligtelse, men omkostningen herved ville (i teorien) svare præcist til den ovenfor beregnede optionsværdi. Dermed ville der ikke blive ændret ved konklusionen, at oplysninger – herunder om en eventuel afdækning – er nødvendige for at kunne vurdere betydningen af et incitamentsprogram.

Lad os som afslutning på dette afsnit slå fast, at de fremførte overvejelser ikke blot er akademisk abstraktion. Dette kan f.eks. illustreres af et hændelsesforløb vedrørende det gigantiske IT-selskab *Computer Associates* i USA. Her kom et incitamentsprogram for tre topledere i 1998 til at koste selskabet 675 millioner dollars¹⁴⁾. Selskabets ellers forventede overskud blev brat ændret til et kolossalt underskud, da der måtte posteres en omkostning i forbindelse med, at der blev exerciset ledelsesoptioner, og aktiekursen faldt 30%, da sagens rette sammenhæng gik op for "markedet", se Reingold (1999) samt Jacobs (1999). Et andet ofte fremhævet eksempel finder vi i selveste *Microsoft Corporation*. Selskabets rapporterede 1996-overskud efter skat var USD 2,8 mia, men havde man regnskabsført den økonomiske omkostning ved udstedelse af medarbejderoptioner, var man i stedet endt ud med et *underskud* på

TABEL 2. EKSEMPEL PÅ WARRANT-VÆRDIFASTSÆTTELSE

Markedsværdi til tid 0	V_0	100
Antal aktier	n	10
Antal warrants	m	5
Exercisekurs	X	9
Løbetid	T	3 år
Risikofrie rente	r	5%
Volatilitet	σ	30%

svimlende USD 10,2 mia, se Murray, Smithers & Emerson (1998). Disse eksempler hører naturligvis hjemme i den spektakulære ende af skalaen, men de er langt fra enestående¹⁵⁾.

I det følgende afsnit vil vi vende opmærksomheden imod de danske børsnoterede selskabers oplysningspraksis i relation til incitamentsprogrammer.

The Good, the Bad, and the Ugly

På baggrund af vores gennemgang af oplysningsmeddelelser og regnskaber kan vi overordnet konkludere, at viljen og evnen til at leve op til kravene i regelsættets § 19 om oplysning i forbindelse med incitamentsprogrammer er meget svingende. Der findes selskaber, som leverer eksem-

pler efter vores vurdering ikke er oplyst så tilstrækkelig præcist om kontrakt detaljer, at en rimelig sikker værdi af optionerne kan fastslås. Eksempelvis vil manglende præcision i angivelsen af udløbsdato, exercisekurs, personkreds og/eller tildelingsdato føre til, at oplysningen stemples som mangelfuld. Endelig kategoriseres oplysning som "nærmest intetsigende", hvis aldeles essentiel information er udeladt. Det kunne f.eks. være antallet af optioner, optionernes exercisekurs eller deres løbetid. Hvis denne eller lignende information helt er udeladt, vil enhver værdiurdering være rent gætværk.

Tabel 3 viser et trist billede af oplysningsstandarden vedrørende incitamentsprogrammer i Danmark. Mindre end en femtedel af de selskaber, som anvender optioner i aflønningen af medarbejdere, afgiver fyldestgørende oplysninger om disse incitamentsprogrammer. Desuden må det konstateres, at selvom andelen af selskaber, der leverer nærmest intetsigende information er mere end halveret fra 80% i 1995 til 34% i 2000, er denne andel fortsat alarmerende høj. Særligt bemærkelsesværdigt er det måske, at denne andel ikke er forbedret gennem de seneste tre år, hvor udbredelsen af optionsprogrammer virkelig har taget fart.

Man har naturligvis lov at håbe på, at de børsnoterede selskaber stadig befinder sig i en indlæringsfase mht. incitamentsprogrammerne, og derfor er det måske nyttigt at gennemgå et eksempel fra hver ende af karakterskalaen i vores "sample". Vi starter med "The Good" og ser dernæst på et eksempel fra gruppen "The Ugly".

The Good

Et mønstereksempel på fyldestgørende oplysning finder vi i regnskaberne fra Det Østasiatiske Kompagni (ØK). Regnskabets noter (både 1999 og 2000) vedrørende *incitative ordninger* indeholder meget detaljerede oplysninger vedrørende de forskellige optionsordninger som udestår. Der oplyses således præcist om antal, exercisekurser og

TABEL 3. KATEGORISERING AF KVALITETEN AF DE BØRSNOTEREDE SELSKABERS INFORMATION OM DERES INCITAMENTSPROGRAMMER

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
"Good"/Fyldestgørende	0 %	17 %	12 %	17 %	12 %	19 %
"Bad"/Mangelfuld	20 %	17 %	29 %	48 %	52 %	47 %
"Ugly"/Nærmest intetsigende	80 %	66 %	59 %	35 %	36 %	34 %
Antal selskaber med optioner	5	6	17	46	66	97

plarisk detaljeret information, og der findes selskaber, hvis oplysningspraksis er under al kritik. Beklageligvis er der relativt mange selskaber i sidstnævnte gruppe, jf. tabel 3.

I forbindelse med udarbejdelsen af tabel 3 har vi for hvert af årene fra 1995 til 2000 foretaget en vurdering af kvaliteten af de enkelte selskabers oplysnings- og regnskabsmeddelelser og kategoriseret dem som enten "fyldestgørende" (Good), "mangelfulde" (Bad) eller "nærmest intetsigende" (Ugly).

Kriteriet for at opnå prædikatet "fyldestgørende" er, at selskabet oplyser i meget tæt overensstemmelse med Københavns Fondsbørs' regelsæt, således at der f.eks. umiddelbart kan beregnes en markedsværdi af de udstedte optioner. Prædikatet "mangelfuld" har vi givet, hvis der

TABEL 4. BEREGNING AF VÆRDEN AF ØKS UDESTÅENDE LEDELSESOPTIONER

Værdifastsættelsesdato	Aktuel kurs	Volatilitet	Rente		
28. december 2001	187	30%	4%		
Ordning	Udestående stk. ult. 2000	Exercisekurs	Udløb	Rest-løbetid	Værdi
Ny, første portion (1999)	145.000	65	01-Sep-05	3,68	19.033.844,77
Ny, anden portion (1999)	53.000	80	31-Mar-07	5,26	6.577.600,37
Ny, tredje portion (2000)	111.000	109	17-Apr-10	8,30	12.973.179,80
Gl., tildelt 1997	16.526	163	9-Apr-02	0,28	469.196,00
Gl., tildelt 1998	30.006	75	13-Mar-03	1,21	3.467.182,54
Gl., tildelt 1999	47.406	65	5-Apr-04	2,27	6.054.881,58
Gl., tildelt 2000	50.000	109	29-Mar-05	3,25	4.747.340,74
Total værdi					53.323.225,80

udløbsdatoer (exercise vinduer) for de forskellige udstedelser, ligesom der oplyses om antallet af udløbne samt allerede udnyttede optioner for de forskellige medarbejdergrupper¹⁶⁾. Der er to grundlæggende ordninger i ØK, som begge er standard optionsordninger (ikke warrants), og som blot adskiller sig ved, at "antallet af optioner tildelt under denne (den ældste, red.) ordning er betinget af, at den ledende medarbejder køber ØK-aktier til markedskurs¹⁷⁾". Det oplyses, at denne ordning ikke vil blive videreført efter 2001. I begge ordninger er der sket løbende tildeling, og exercisekurserne er rettet ind efter markedsf forholdene på udstedelsestidspunkterne. De vigtigste detaljer pr. ultimo 2000 er samlet i tabel 4, hvor vi tillige har vurderet optionerne i henhold til Black-Scholes formel. Den samlede værdi af ØK-ledelsens optioner (tildelt frem til ultimo 2000) ses at være omkring 53 millioner kroner pr. ultimo 2001, hvilket kan sammenlignes med en markedsværdi af selskabets aktiekapital på knap 4 milliarder kroner.

The Ugly

Her er der, som det fremgår af tabel 3, desværre en del eksempler at tage af. I de mest grelle tilfælde, vi har fundet, står kun angivet, at selskabet har indført en optionsordning for "at tiltrække og fastholde højt kvalificerede og motiverede medarbejdere...", uden at der er givet nogen som helst andre detaljer om de udstedte programmer. Hertil kommer eventuelt de tilfælde, hvor selskabet måske har et program, men slet intet nævner om dette i regnskabet.

Et konkret eksempel på et selskab, som oplyser dårligt, er DSV (De Sammensluttede Vognmænd). Af regnskaberne fra perioden 1998 til 2000 kan man se, at DSV løbende udsteder såvel optioner som warrants i forbindelse med et incitamentsprogram. Oplysningerne om disse udstedelser er dog både mangelfulde og ikke særligt gennemskuelige. Således findes hverken i regnskaber eller i tilhørende fondsbørsmeddelelser oplysninger omkring exercisekurser eller løbetider for de uddelte optioner, og øvrige oplysninger omkring de tildelte warrants er meget begrænsede. Problemet med så mangelfuld information skal også ses i lyset af, at der er tale om et ret omfattende incitamentsprogram. Baseret på de foreliggende oplysninger kan man udlede, at der er uddelt mindst 933.320 optioner og 500.000 warrants (bestyrelsen er bemyndiget til at udstede i alt 2.085.561 warrants). Disse tal skal ses i forhold til et samlet antal udestående DSV aktier på 20,1 mio. stk. ultimo 2001.

Afsluttende bemærkninger

Få ting er så frustrerende som at mangle nødvendig information. Det kan alle lige fra ventende togpassagerer til aktieanalytikere skrive under på. Vi ville egentlig gerne have undersøgt den økonomiske betydning af incitaments aflønning i Danmark og besvaret spørgsmål om, hvor store værdier, der er på spil, og om options aflønning overhovedet virker efter hensigten. Men vi løb foreløbig

panden imod muren, da vi begyndte at læse regnskaber og børsmeddelelser og så, hvor lemfældigt oplysningsforpligtelsen i mange tilfælde fortolkes.

Vi har dog ikke opgivet vores oprindelige målsætning og har derfor også skrevet denne artikel i håb om, at den må medvirke til at øge fokus på området med den følgeeffekt, at den relevante information kunne tilflyde markedet mere effektivt i fremtiden. I den forbindelse er det vores opfattelse, at der mindst er tre parter, som kan og bør gøre noget.

Først og fremmest er der selskaberne selv, som forhåbentlig vil begynde at indse, at god corporate governance og en ordentlig informationspolitik hænger nøje sammen.

Dernæst er der Fondsbørsen, som vi mener burde håndhæve sine egne regler bedre. I masser af tilfælde er oplysningsmeddelelserne vedrørende incitamentsprogrammer helt åbenbart hverken *nøjagtige*, *tydelige* eller *fyldest-*

BOKS 3. KFS SANKTIONSMULIGHEDER – REGELSÆTTETS DEL V, § 1

I tilfælde af at en udsteder overtræder sine oplysningsforpligtelser, herunder i forbindelse med offentliggørelse af prospekt, kan Københavns Fondsbørs give udsteder en påtale. Københavns Fondsbørs kan endvidere pålægge udsteder en afgift på op til 3 gange den årlige noteringsafgift, dog min. kr. 25000 og max. kr. 1 mio. Afgørelser om påtale eller afgift truffet af Københavns Fondsbørs kan offentliggøres.

gørende, som de ellers skal være i henhold til regelsættets

BOKS 4. RÅDGIVERNES FORPLIGTELSE I HENHOLD TIL REGELSÆTTETS DEL II, AFSNIT 3, § 2

Rådgivere og andre, der har en særlig tilknytning til et børsnoteret selskab, skal medvirke til, at selskabet informerer i overensstemmelse med de gældende oplysningsforpligtelser.

Stk. 2: Opstår der situationer, hvor rådgiverne mv. ikke mener, at et selskab overholder sin oplysningsforpligtelse, skal de straks forsøge at få selskabets ledelse til at ændre forholdet.

Del II, Afsnit 3, § 15. Det burde påtales og i gentagelsestilfælde straffes, hvilket reglerne (Del V om overtrædelse, dispensation og ikrafttrædelse) klart åbner mulighed for, jf. boks 3. Den seneste præcisering og stramning af reglerne omkring incitamentsprogrammer må da også tages som et tegn på, at Fondsbørsen nu i højere grad vil tilse, at reglerne bliver overholdt.

De fleste selskaber vil ganske vist næppe have mere end et skuldertræk tilovers for en "afgift" på f.eks. kr. 25.000 for gentagne tilfælde af mangelfuld indberetning, men så kunne man, muligvis med henvisning til sidste sætning i § 1, overveje at placere en sur "Smiley" ud for selskabet i kurslisten, indtil forholdet var bragt i orden, og det ville helt sikkert have en effekt. Københavns Fonds-



børs har i ét tilfælde – og formentligt kun dette – offentligt påtalt mangelfuld oplysning i forbindelse med et selskabs indførsel af et incitamentsprogram, og her blev selskabet ikke identificeret¹⁸⁾.

Endelig er der en tredje gruppe, som burde reagere, og det er virksomhedernes rådgivere, jf. regelsættets Del II, Afsnit 3, § 2, som er gengivet i boks 4.

Så lad os afslutte denne artikel med en opfordring til de advokat-, revisions- og konsulentfirmaer, der så beredvilligt medvirker ved tilblivelsen af incitamentskontrakterne, til også at hjælpe til med at sørge for, at selskaberne giver offentligheden de informationer, som den har krav på. Dette for at sikre, at der, som anbefalet af blandt andet Nørby-udvalget, kommer den fornødne "åbenhed og gennemsigtighed" omkring sådanne programmer.

Litteratur

- Andersen, Paul Krüger & Nis Jul Clausen, 2000: *Børsretten*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Clausen, Nis Jul, 1999: Skærpet oplysningspligt for børsnoterede selskaber, *FINANS/INVEST* 5/99, p. 11-15.
- Dansk Økonomi, forår 1999: Kapitel II: *Danske Virksomheder: Ejere, Styling og Effektivitet*, Det Økonomiske Råd.
- Jacobs, Karen, 1999: Enough is Enough: Computer Associates offers a Cautionary Example of High Pay, *Wall Street Journal*, April 8. <http://interactive.wsj.com/public/current/articles/SB922385160231728652.htm>
- Kay, Ira T., 2001: *Stock Option Overhang: Shareholder Boon or Shareholder Burden: The 2001 Study*, Watson Wyatt research (<http://www.watsonwyatt.com>).
- Lavesen, Anders & Ove Lykke Zeimer, 1999: *Aktieaflønnig*, Thomson/Forlaget FSR.
- Murray, Daniel, 1998: Andrew Smithers & John Emerson, USA: *The Impact of Employee Stock Options*, Report No. 117, Smithers and Co. Ltd.
- Nyholm, Philip & Torsten L. Smed, 2000: *Aflønning med finansielle instrumenter*, Handelshøjskolens Forlag.
- "Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark – Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark", 6. december, 2001, Kan downloades fra <http://www.corporategovernance.dk/>.
- PA Consulting ,2000: *Shareholder value baseret ledelse*, PA undersøgelse, 29. marts 2000.
- Reingold, Jennifer, 1999: Special Report: Executive Pay, *Business Week*, April 19. http://www.businessweek.com/1999/99_16/b3625002.htm.
- "Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S" med gyldighed fra 1. januar 2002. Kan downloades fra adressen http://www.xcse.dk/dk/bestilling/haandbog/haa_kap03-01dk.pdf.
- "Regler for udstedelse af børsnoterede værdipapirer på Københavns Fondsbørs A/S" med gyldighed fra 1. oktober 1999.
- Thomsen, Jens, 2000: Aktieløn fra top til bund, *Børsens Nyhedsmagasin*, nr. 14, p. 48-57.

- Zeimer, Ove Lykke, 2000: *Aktieaflønnig*, *FINANS/INVEST* 7/00, p. 19-22.

Noter

- 1) Pressemødet blev transmitteret live på internettet og efterfølgende gjort tilgængeligt på adressen <http://stockwise.factory.dk/fond1511/>. De nye regler kan downloades fra adressen http://www.xcse.dk/dk/bestilling/haandbog/haa_kap03-01dk.pdf.
- 2) Rapporten blev offentliggjort den 6. december 2001 og kan downloades fra <http://www.corporategovernance.dk/>.
- 3) Vi ønsker at takke Trine Hansen og Sanne Borgstrøm for superb forskningsassistance, samt Bjarne Florentsen, Michael Møller, Caspar Rose samt Frank Thinggaard for kommentarer til artiklen. Vi er desuden taknemmelige for økonomisk støtte til udførelsen af projektet fra Aarhus Universitets Forskningsfond (bevilling # F-2000-SAM-1-10).
- 4) Se f.eks. kapitel 4 i Lavesen & Zeimer (1999), i hvilket Lønmodtagernes Dyrtidsfond fremlægger sin holdning til aktiebaseret aflønning og shareholder value.
- 5) Dette regelsæt blev kommenteret i Clausen (1999) og behandlet yderligere i Andersen & Clausen (2000).
- 6) Årsregnskabsloven indeholder med den seneste revision (vedtaget 22. maj 2001 med ikrafttræden pr. 1. januar 2002) nu også selvstændige krav til oplysninger om optionsprogrammer. De nye krav tager tydeligvis udgangspunkt i Københavns Fondsbørs' regelsæt.
- 7) Der findes dog enkelte endnu tidligere eksempler på programtyper, der også kan argumenteres for at være incitamentsprogrammer. Således udstedte Hafnia i april/maj 1990 en serie warrants, der delvist blev anvendt i forbindelse med et incitamentsprogram. Tilsvarende udstedte enkelte andre selskaber egentlige incitamentsprogrammer før 1995. Eksempelvis indførte Olicom A/S allerede i 1992 en optionsordning. Ligeledes udstedte TK Development i 1995 en serie konvertible obligationer som led i et incitamentsprogram.
- 8) TopDanmark var angiveligt det første selskab, der udstedte optioner til bestyrelsen. Det skete i 1998, jf. Lavesen & Zeimer (1999, p. 38).
- 9) Nyholm & Smed (2000) foretog i 1999 en spørgeskemaundersøgelse blandt Danmarks 460 største virksomheder målt på omsætningen. 260 virksomheder valgte at medvirke i undersøgelsen, og af disse svarede 44 (16,9%), at de anvendte finansielle instrumenter som aflønning. Det fremgår ikke af undersøgelsen, hvor mange af virksomhederne, der er børsnoterede. I en spørgeskemaundersøgelse udført af PA Consulting (2000) blandt de børsnoterede danske selskaber var der 45 respondenter. Heraf svarede 15 (33%), at der var udstedt optioner til ledelsen. Thomsen (2000) undersøgte de 100 største børsnoterede virksomheder primo 2000 og fandt 35, som anvendte optioner og/eller warrants i aflønningsøjemed.
- 10) Nordea har dog jf. pressemeddelelse den 21. september 2000 indført et incitamentsprogram for ca. 300 ledere i

koncernen med virkning fra 1. januar 2001. Programmet er en bonusordning, hvor den udbetalte bonus afhænger af det samlede aktionærafkast.

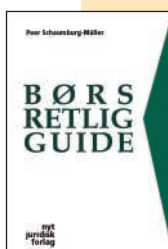
- 11) Et par prominente personers modstridende synspunkter kan refereres her. I en tidligere artikel i dette tidsskrift Zeimer (2000) er Asger Aamund citeret for at mene "Det er (var) forkert at anvende ordet løn. Det giver forkerte associationer. Der er (var) snarere tale om en overførsel af en andel i merværdien, der bliver skabt i virksomheden. I USA bruger man da heller ikke betegnelsen aflønning i forbindelse med aktieoptioner til medarbejdere". Succesinvestoren og aktiemarkedsguruen Warren Buffetts mening står i skarp kontrast hertil: "If options aren't a form of compensation, what are they? If compensation isn't an expense, what is it? And, if expenses shouldn't go into the calculation of earnings, where in the World should it go?", jf. *The Economist*, August 7, 1999.
- 12) Se f.eks. 1998 årsregnskabet for selskabet DSV.
- 13) Dette følger af, at selskabets værdi efter exercise af de udstedte warrants vil være $V_T + m \cdot X$, mens der i alt vil være $n + m$ aktier i selskabet. Exerciseværdien bliver der-

med

$$\frac{V_T + m \cdot X}{n + m} - X,$$

og det angivne udtryk for exerciseværdien følger ved simpel omskrivning.

- 14) Der var tale om *restricted stocks* – reelt warrants med exercisekurs lig nul jf. tidligere.
- 15) Eksemplerne illustrerer også utilstrækkeligheden af de anvendte regnskabsstandarder. Således kræver den amerikanske regnskabsstandard (FAS No. 123) ikke, at selskabene regnskabsfører den egentlige omkostning ved optionerne.
- 16) Af disse oplysninger kan det i øvrigt forsigtigt konkluderes, at koncerndelingen inklusiv direktionen har større tillid til den fremtidige udvikling i selskabet end andre ledende medarbejdere samt medlemmer af *Operations Management Team*, idet sidstnævnte grupper har exerciset en del af deres ellers endnu ikke udløbne optioner.
- 17) ØKs 2000 regnskab.
- 18) Se afsnit 1.18 i publikationen "Afgørelser og Udtalelser 2000" fra Københavns Fondsbørs.



BØRSRET LIG GUIDE

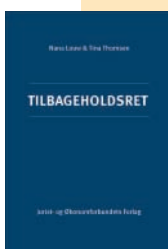
»Børsretlig Guide« er en håndbog, der let forståeligt gennemgår børs- og værdipapirmarkedets retten. Bogen er opbygget som et hurtigt og nemt værktøj til fremme af forståelsen for de ofte komplicerede og svært tilgængelige regler, man som børsselskab, aktionær eller investor i børsnoterede selskaber er underlagt og skal forholde sig til.

Et børsselskabs kapitalomkostninger afhænger i forhold til offentligheden af investorbekyttelsen og måden, hvorpå selskabet håndterer den børsretlige regulering. Bogen kan medvirke til, at ledelsen i børsselskaber og markedsdeltagere i øvrigt kan sætte fokus på disse krav og

mere aktivt og bevidst arbejde med mål, der fremmer en positiv kursudvikling, der i større grad afspejler de reelle værdier i selskabet. Bogen kan også medvirke til, at ledelsen stiller de rigtige krav til selskabet om de nødvendige oplysninger om en aktiv, målrettet informationspolitik.

»Børsretlig Guide« henvender sig til brugerne af de børsretlige bestemmelser, dvs. børsselskaber, ledelser, bestyrelsesmedlemmer, aktionærer, investorer, rådgivere, analytikere, journalister m. fl.

Af Peer Schaumburg-Müller
 Nyt Juridisk Forlag ApS
 København januar 2002, 1. udgave 2002
 200 sider – hæftet
 Pris kr. 475,00 (inkl. moms)
 ISBN 87-89319-61-3



TILBAGEHOLDSRET

Tilbageholdsretten udspringer af det obligationsretlige princip om, at man i en gensidigt bebyrdende kontrakt skal udveksle ydelserne samtidigt – samtidighedsgrundsætningen. Formålet med tilbageholdsretten er at sikre opfyldelsen af disse kontrakter ved at øve pression på en kontraktspartner for at få vedkommende til at opfylde sin del af aftalen.

Grundtanken med bogen er at give et overblik over

tilbageholdsretten, og derfor behandler bogen såvel detentionsretten som retentionsretten. Til analysen af tilbageholdsretten inddrages områderne: køb, transport, forvaring, reparation samt arbejdsret.

Af Nana Louw og Tina Thomsen
 Jurist- og Økonomforbundets Forlag A/S
 København 2001, 1. udgave 2001
 160 sider - hæftet
 Pris kr. 210,00 (inkl. moms)
 ISBN 87-574-0776-2