

Under finanskrisen har myndigheder over hele kloden igen sat fokus på toplederlønninger: Sammen med redningspakker for bankerne, er der i flere lande udstedt forbud mod nye aktieoptionsordninger. Forklaringen er, at man mistænker optionsordninger for – sammen med grådighed og overdreven risikovillighed hos bankcheferne – at være en af årsagerne til finanskrisen.

Herhjemme gik den borgerlige regering sidste sommer til yderlighederne med lovgivning og pålagde de børsnoterede selskabers bestyrelser udvidet oplysningspligt omkring topledelsens incitamentsordninger. Holdningen var, at bestyrelserne burde sætte sig bedre ind i tingene, og igen tage styringen ved fastsættelse af toplederløn.

Hovedkritikken mod optionsordninger er, at de ikke sikrer sammenhæng mellem ledelsens præstation og belønning: Under aktiekursfesten fra 2003 til 2007 blev mange topchefer belønnet med ekstra millioner i lønningsposen, selvom deres præstationer var middelmådige. Kurserne steg nemlig på langt de fleste aktier – især på grund af eksterne forhold, som topledelserne ikke selv havde indflydelse på.

Internationalt er der stigende erkendelse af optionsordningernes mangler: I dette kompendium om toplederløn kommer vi ind på nye internationale tendenser, som tager hånd om manglerne. Blandt andet ordninger baseret på benchmarking af direktionens præstation i forhold til konkurrenterne. Kompendiet indeholder også en række artikler om bestyrelsens aflønning, oplysning om toplederløn, størrelsen af toplederlønninger, firmafryns og en masse andre artikler. Artikler, som kan give inspiration til bestyrelsen, næste gang der skal drøftes toplederløn i bestyrelseslokalet.

September 2008

Morten W. Langer, Chefredaktør  
Nyhedsbrev for Bestyrelser

Lønhop til topchefer afspejler stigende fyringsrisiko . . . . .	3	Stilstand i oplysninger om direktørløn . . . . .	43
CEO'en får lang snor trods ringe resultater . . . . .	4	Topchefer forgyldes af "skæve" optionsordninger . . . . .	44
Tendens: Benchmarking ind i toplederløn . . . . .	5	Danske bestyrelser er underbetalte . . . . .	45
Beskeden optionsordning til APM-ledelse . . . . .	6	Færre giver topchefen aktieoptioner . . . . .	46
Bestyrelsen får honorar udbetalt i aktier . . . . .	7	Hvad skal bestyrelsen have i honorar? . . . . .	47
Aktieoptioner gives som skjult lønforhøjelse . . . . .	8	Firmafryns koster på bundlinien . . . . .	48
Markant opstramning af ledelses aflønning . . . . .	9	Bestyrelsen aflønnes efter arbejdsindsats . . . . .	49
Topchefens bonusordning skal frem i lyset . . . . .	10	Bestyrelsesformandens honorar halter bagefter . . . . .	50
Hvad med topchefens løn, når det går ned? . . . . .	11	ATP fastholder "blød" stil om toplederløn . . . . .	51
Staten siger nej til gratisoptioner i DONG . . . . .	12	Tvivl om direktørens interesse ved virksomhedssalg . . . . .	53
ATP kritiserer B&O's bestyrelse for toplederløn . . . . .	13	Bestyrelsen skal generobre magten . . . . .	54
Danisco udnytter upræcise lovkrav om chefløn . . . . .	14	Sådan overvindes "the short-term trap" . . . . .	55
Gyldne håndtryk er kommet i kritisk søgelys . . . . .	15	Aktionærer får "snor" i topchefens løn . . . . .	56
Aktionærer skal godkende direktørløn i Danisco . . . . .	16	Fuld åbenhed om direktørens aktiehandel . . . . .	58
Regeringsindgreb mod grådighedskulturen . . . . .	17	Fortsat svag kobling mellem løn og præstation . . . . .	60
Guide om incitamentsordninger . . . . .	19	LD: Topdirektører skal have højere løn . . . . .	61
Optionsløn bør ligge på ca 20 % af grundløn . . . . .	20	Aflønning af danske bestyrelser på afveje . . . . .	62
Grådighedskulturen stortrives i erhvervslivet . . . . .	22		
Slapt lederskab giver bonus til topchefen . . . . .	23		
"All the other kids have one" . . . . .	24		
Novozymes' formand: "Gratisoptioner« er noget snavs" . . . . .	26		
Carsten Koch: Aktieoptioner ude af kontrol . . . . .	27		
Opgør med "gratis" aktieoptioner til topchefen . . . . .	28		
Skal den ordinære ledelsesindsats belønnes? . . . . .	29		
Aktieoptioner kulegraves af ministerium . . . . .	30		
Topchefer får "heldige" aktieoptioner . . . . .	31		
Bonus til topchef før salg ligner bestikkelse . . . . .	32		
LD formand: OK til Don Ø's unikke optionsordning . . . . .	34		
Østergaard forærer sig selv optioner for millioner . . . . .	35		
Parken står til børsnæse i optionssag . . . . .	37		
Mistanke om Backdating af optioner i Parken . . . . .	38		
Debat om aktieoptioner kørt af sporet . . . . .	40		
Direktørens private aktiehandel god rettesnor . . . . .	42		

## Lønhop til topchefer afspejler stigende fyringsrisiko

I USA blev direktørlønningerne - inklusive optioner, bonus og andre incitamenter - lidt mere end fordoblet i perioden 1993 til 2005. Hvis man kun ser på grundløn og bonus, steg aflønningen med to tredjedele.

De markante lønstigninger kan ikke konsekvent forklares med forbedrede resultater i virksomhederne. Det har fået iagttagere og medier til at vurdere, at en pæn del af stigningen skyldes selvbetjening: at direktørerne selv har presset lønniveauet op, uden at bestyrelserne har sat hælene i.

Nu peger en undersøgelse fra de schweiziske bankers fælles forskningsinstitut, Swiss Finance Institute, på, at lønstigningerne sandsynligvis er et resultat af velovervejede beslutninger i bestyrelserne. Swiss Finance Institute mener, at den ekstraordinære del af lønstigningerne kan være en kompensation for, at en direktørs risiko for at blive fyret på et ikke helt rationelt grundlag er stigende.

Ifølge undersøgelsen viser anden forskning, at en typisk bestyrelse kun ser på virksomhedens resultater og ikke på generelle tendenser i branchen, når den vurderer, om den vil beholde virksomhedens direktør. På den baggrund mener forskerne, at direktørfyringer ofte er uberettigede. Direktører løber dermed en risiko for at blive straffet for dårlige resultater, selvom disse resultater først og fremmest skyldes branchen og ikke virksomheden.

På den anden side viser undersøgelsen også, at en faktor som aktiekurs næppe fører til urimelige fyringer.

### Flere fyringer

Undersøgelsen forsøger ikke at vurdere, om hver enkelt direktørfyring, som indgår i undersøgelsen, har været rimelig eller ej. Hvor 1,5 procent af amerikanske virksomheder fyrede deres administrerende direktør i 1993, var tallet steget til 2,7 procent i 2005 efter at have været oppe og vende omkring 3,3 procent i 2000. For de største virksomheder er tallet gået fra 1 procent i 1980 til 5 procent i 2005.

Udviklingen betyder, at en nyansat direktør i USA statistisk set løber en 25-30 procents risiko for at blive fyret inden for syv år - selvforskyldt eller ej. Swiss Finance Institute vurderer, at den ekstraordinære del af direktørernes lønstigning i det store og hele kan forklares med en rimelig kompensation for, at risikoen for en uberettiget firing er steget.

Hvis man indregner værdien af aktieoptioner i lønnen, er de administrerende direktørers lønninger i perioden 1993 til 2005 steget med mellem 2 og 4,5 procent, hver gang fyringsrisikoen er gået 1 procentpoint op.

### Risikoen driver lønnen

Grundlæggende er det problematisk, at undersøgelsen indregner værdien af aktieoptioner, fordi deres præcise værdi ikke er med i den del af direktørlønnen, virksomhederne fastlægger bevidst og aktivt. Og hvis man tager optionerne ud af lønnen, forsvinder den sammenhæng, undersøgelsen mener at konstatere mellem en nedgang i løn og en nedgang i fyringsrisiko i perioden 2000 til 2002.

Ikke desto mindre er der en nettostigning i både fyringsrisiko og løn fraregnet optioner fra 1993 til 2005. Når Swiss Finance Institute mener, der findes en årsagssammenhæng fra risiko til løn, skyldes det to forhold.

For det første er sammenhængen mellem løn og fyringsrisiko mere udtalt for yngre end for ældre direktører. Det kunne tyde på, at de ældre, hvis karriere alligevel nærmer sig enden, kræver mindre i løntillæg som risikopræmie end de yngre.

For det andet findes der kun en sammenhæng mellem den generelle fyringsrisiko og den generelle lønudvikling. Går man ned i den enkelte virksomhed, viser det sig, at fyrede direktører op til deres afskedigelse ikke har tjent mere end frivilligt afgåede direktører.

Det tyder på, at årsagssammenhængen går fra risiko til løn, ikke omvendt. De direktører, der endte med faktisk at blive fyret, har ikke krævet mere ind og har derfor ikke udsat sig for større præstationskrav - og dermed større fyringsrisiko - end andre.

### Lønnen kompenserer

Hvorvidt de stigende lønninger er en rimelig kompensation for den stigende fyringsrisiko er naturligvis et vurderingsspørgsmål. Forskerne minder om, at langt de fleste fyrede direktører enten bliver ledere af mindre virksomheder til en betydeligt lavere løn eller helt stopper karrieren. I det omfang, fyringen er uberettiget, ville direktøren have haft et betydeligt bedre karriereforløb, hvis han eller hun havde valgt en anden virksomhed.

## CEO'en får lang snor trods ringe resultater

Selvom bestyrelser er blevet hurtigere til at fyre topchefer, som ikke leverer tilfredsstillende resultater, får de alligevel stadig meget lang snor. En ny international undersøgelse viser, at fyringer oftere bliver eksekveret på grund af uenigheder med bestyrelser, end fordi den daglige ledelse har leveret ringe afkast til aktionærene over flere år.

Nyhedsbrev for Bestyrelser gennemgik for nylig de seneste års chefskift i danske noterede selskaber. Gennemgangen viste, at bestyrelserne giver udygtige topchefer stadig kortere snor. Men den er altså stadig rimelig lang. Eksempler herpå er Asger Domino i Brdr. Hartmann, som gennem en årrække kørte selskabet nedad bakke. Også Peter Grøndal i Danware fik meget lang snor. Af eksempler på topchefer, som burde sidde løst i sadlen efter flere års nedtur er blandt andet Søndagsavisens Mads Dahl Andersen.

Undersøgelsen, udarbejdet af konsulentfirmaet Booz & Co., omfatter ti års udskiftninger af topcheferne i verdens 2500 største virksomheder. Konklusionen er, at topchefer har længere gennemsnitlig levetid i USA end i Europa: I USA er den årlige udskiftningsrate 15,2 procent, i Europa 17,6 procent og i Japan 10,6 procent.

### Tre typer udskiftninger

Udskiftningerne er opdelt i tre kategorier: For det første de "planlagte" skift på grund af pensionering, sygdom eller død. For det andet "fusions-relaterede" udskiftninger, herunder opkøbssituationer. Og for det tredje egentlige fyringer, hvor bestyrelsen reagerer på dårlige ledelse, ringe resultater eller uenigheder.

Europa har også førertrøjen på, når det gælder de egentlige fyringer: 37 procent af de topchefer, som holdt op, blev fyret. I USA er andelen kun 27 procent. Forskellen forklares dels med, at de fleste europæiske lande op gennem 90'erne har indført nationale governance koder, og dels at rollen som bestyrelsesformand og CEO oftere er adskilt i Europa end i USA.

De fleste ledelsesstudier viser, at en ny topchef skal have mindst 3-5 år til at gennemføre en ny strategiplan. Over en 10-årig periode har de fyrede topchefer i gennemsnit haft topjobbet 4,5 år i europæiske selskaber og 5,3 år i USA-selskaber. Ifølge undersøgelsen går der ofte længere tid end ønskeligt med

at udskifte en ringe CEO, fordi der ikke er tilrettelagt en successionsplan for afløsning af topchefen.

I 20 procent af tilfældene kommer topchefen udefra. Det påpeges, at en intern rekruttering er ønskelig, fordi interne kandidater i gennemsnit performer bedre end eksterne kandidater, hedder det. I Europa skaffer den interne chef i gennemsnit et afkast på 2,8 procent over det regionale gennemsnit, mens den eksterne kandidat kun giver et merafkast på 0,7 procent. I USA er forskellen mellem interne og eksterne kandidater endnu større.

### Rum for betydelige forbedringer

Booz & Com vurderer, at selskabernes successionsplanlægning er blevet bedre det seneste årti, men at der fortsat er rum til betydelige forbedringer. Konsulentfirmaet vurderer, at bestyrelserne skal blive bedre til at vælge nye CEO'er, og de skal i særlig grad arbejde mere målrettet med at udvikle interne ledertalenter. Konsulentfirmaet opstiller fire gode råd til selskaberne om, hvordan de kan tilrettelægge processen:

- Genovervej selskabets metoder omkring udvikling af fremtidens topledelse. Processen skal koncentrerer omkring langsigtede kompetencebehov til selskabets topledelse. Ledelsestalenter skal arbejde med en vifte af forskellige opgaver for at udvikle generel ledelseserfaring.
- Led efter topledere, som forener både den interne og eksterne kandidats styrker. CEO'ens opgaver kræver, at han både kan arbejde inde i systemet, og samtidig udfordre dette system som en outsider. Her vil det være en styrke både at kende systemet indefra og på det grundlag skabe de nødvendige forandringer.
- Giv potentielle ledere erfaringer i at foretage forandringer. En ideel opgave vil være at skulle gentænke en forretning på fundamental vis, ofte afledt af store ændringer i markedet. En sådan opgave vil kræve en ledelsestænkning, som definerer en ny måde at skulle konkurrere på for selskabet.
- Forbered et kommende topchefskifte ved at begrænse valgmulighederne. Ved at opstille et væddeløb mellem en række potentielle kandidater, kan man let komme til at udløse en masse negative ting i organisationen.

## Tendens: Benchmarking ind i toplederløn

Hele 84 procent af USA's største virksomheder benchmarker sig i dag i forhold til en "peer" gruppe af sammenlignelige virksomheder, når det gælder fastsættelse af toplederens løn. Udviklingen står i skarp kontrast til udviklingen herhjemme, hvor benchmarking i relation til toplederløn stadig er et sjældent fænomen. Erfaringerne fra USA viser dog også, at virksomhederne og bestyrelserne skal gennem en læreproces: Ofte udføres benchmarkingen på en mangelfuld måde. Derfor er det fortsat uklart for investorerne i de benchmarkende selskaber, hvordan toplederens aflønning ligger i forhold til sammenlignelige virksomheder.

Sådan lyder konklusionen i en ny undersøgelse om benchmarking af toplederløn hos et repræsentativt udsnit af børsnoterede amerikanske virksomheder, udarbejdet af konsulentfirmaet RiskMetrics. På basis af undersøgelsen opregner RiskMetrics en række konkrete råd til, hvordan man bedst laver en "peer-group benchmarking", så værdien for investorerne bliver størst mulig.

### Virksomhedsstørrelse er afgørende

Vigtigst for, at en benchmarking har reel informationsværdi, er, at peer-gruppen består af virksomheder, der reelt kan sammenlignes med den benchmarkende virksomhed. Her er det ikke afgørende, at peer-virksomhederne er fra samme branche. Størrelsen af virksomheden - målt enten på omsætning, aktieværdi eller bogført værdi - siger mere om, hvor kompliceret lederjobbet er og dermed også, hvad der er det mest rimelige lønniveau, lyder vurderingen.

Optimalt set bør størrelsen af den benchmarkende virksomhed ligge omkring gennemsnittet af peer-virksomhederne. Men i praksis kan det være svært at sammensætte peer-gruppen præcist. Hvis spændet af virksomhedsstørrelser i peer-gruppen er for stort, kan gruppen ikke fungere som orienteringspunkt. Derfor anbefaler RiskMetrics, at gruppen sammensættes af virksomheder, der er mindst halvt så store og højest dobbelt så store som den benchmarkende virksomhed.

Selvom virksomhedsstørrelse er den vigtigste faktor, er det naturligvis bedst, hvis peer-gruppen består af virksomheder, der konkurrerer med den benchmarkende virksomhed. Hvis der i branchen er for få aktører af nogenlunde samme størrelse, kan man bruge virksomheder, der ligger tæt på med hensyn til forretningsmodel.

Hvad angår antallet af virksomheder i peer-gruppen bør man sørge for, at gruppen ikke er så stor, at sammensætningen af den bliver uigennemskuelig

for investorerne, og på den anden side heller ikke er for lille til at have statistisk værdi.

Blandt de virksomheder, RiskMetrics har undersøgt, vælger 13% en peer-gruppe med 5-9 virksomheder, 32% vælger 10-14 virksomheder, 25% vælger 15-19, mens 30% vælger 20 eller mere.

Under alle omstændigheder bør man ifølge RiskMetrics udvælge virksomhederne i peer-gruppen uden at skele til, hvad ledelseslønnen i den enkelte virksomhed er. Hvis man ser på lønnen, er der en fristelse til at sammensætte gruppen på en måde, så den benchmarkende virksomhed tager sig beskeden ud.

På den anden side bliver man nødt til at vurdere, om den enkelte kandidat til peer-gruppen har en forsvarlig lønpolitik. Denne vurdering kan man for eksempel foretage ved at se på, om aflønningsudvalget i bestyrelsen består af uafhængige medlemmer, og om bestyrelsen i aflønningsspørgsmål får råd fra konsulenter, der også arbejder for ledelsen.

### Informationen er ofte uklar

Investorerne i den benchmarkende virksomhed har kun noget ud af at sammenligne virksomheden med peer-gruppen, hvis de ved:

- hvilke virksomheder, der er i gruppen
- hvorfor netop de virksomheder er valgt ud
- hvor den benchmarkende virksomhed gerne vil ligge i forhold til gennemsnittet
- om der benchmarkes på alle eller kun på udvalgte dele af lønpakken

Kun 74 procent af de benchmarkende virksomheder offentliggør gruppens sammensætning. Og selv blandt disse virksomheder er det de færreste, som klargør de øvrige punkter. For eksempel er det kun 35 procent, der for hele lønpakkens vedkommende melder ud, hvor den gerne vil ligge i forhold til peer-gruppen. Af de, som melder ud, er det kun halvdelen, der siger, de ønsker at ligge i midten. De øvrige satser på at ligge i den næstøverste fjerdedel af peer-gruppen.

RiskMetrics ser også et andet problem i de benchmarkende virksomheders kommunikation med investorerne. Nogle virksomheder bruger to separate peer-grupper: Én specifikt til lønnen og en anden til at benchmarke virksomhedens udvikling. Da hele lønspørgsmålet naturligvis handler om, at direktørlønnen og virksomhedens økonomi bør hænge sammen, gør brugen af adskilte peer-grupper benchmarkingen på lønområdet meningsløs, lyder vurderingen.

Den overordnede konklusion på RiskMetrics' undersøgelse er, at selvom langt de fleste virksomheder nu benchmarker sig på ledelsesløn, er metoden endnu så ny, at der ikke har udviklet sig en best practice på området.