

Vejledning

til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning, jf. selskabslovens § 139

(Vejledningen er alene konsekvensrettet som følge af selskabsloven, jf. lov nr. 470 af 12. juni 2009)

1. marts 2010
(Oprindeligt udsendt den
14. januar 2008)

1. Indledning

Selskabslovens § 139 indeholder følgende bestemmelse:

”§ 139. Inden et aktieselskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, indgår en konkret aftale om incitamentsaflønnning af et medlem af selskabets ledelse, skal kapital-selskabets øverste ledelsesorgan have fastsat overordnede retningslinjer for selskabets incitamentsaflønnning af kapital-selskabets ledelse. Retningslinjerne skal være behandlet og godkendt på kapital-selskabets generalforsamling.

Stk. 2. Hvis generalforsamlingen har godkendt retningslinjer for kapital-selskabets incitamentsaflønnning af kapital-selskabets ledelse, jf. stk. 1, skal der i kapital-selskabets vedtægter optages en bestemmelse, der oplyser, at der er vedtaget sådanne retningslinjer. Bestemmelsens optagelse i vedtægterne kræver ikke særskilt vedtagelse på generalforsamlingen. Retningslinjerne skal efter godkendelsen på generalforsamlingen hurtigst muligt offentliggøres på kapital-selskabets hjemmeside med angivelse af, hvornår generalforsamlingen har godkendt retningslinjerne.

Stk. 3. Konkrete aftaler om incitamentsaflønnning, jf. stk. 1, kan tidligst indgås dagen efter, at de gældende, godkendte retningslinjer er offentliggjort på kapital-selskabets hjemmeside, jf. stk. 2. Ved indgåelse af konkrete incitamentsaftaler skal de gældende, godkendte retningslinjer overholdes.

Stk. 4. Stk. 1-3 finder tilsvarende anvendelse på aftaler om forlængelse af eller ændringer i eksisterende konkrete aftaler om incitamentsaflønnning af medlemmer af kapital-selskabets ledelse.”

Økonomi- og erhvervsministeren opfordrede i tilknytning til bestemmelsens gennemførelse, oprindeligt ved lov nr. 576 af 6. juni 2007, Komitéen for god Selskabsledelse til at udarbejde en vejledning, som børsnote-rede selskaber kan anvende ved udformningen af retningslinjer for incitamentsaflønnning af selskabets ledelse. Komitéen har på baggrund heraf udarbejdet denne vejledning. Vejledningen er ikke en del af anbefalingerne.

Vejledningen til beskrivelse af overordnede retningslinjer er suppleret med et bilag, som eksemplificerer særlige forhold, der kan have betydning i forbindelse med optionsaflønnning.

Sekretariat:
ERHVERVS- OG SEL-
SKABSSTYRELSEN
Kampmannsgade 1
1780 København V

Tlf. 33 30 77 00
Fax 33 30 77 99
CVR-nr 10 15 08 17

Det er komitéens opgave at sikre, at anbefalingerne for god selskabsledelse er hensigtsmæssige for danske børsnoterede selskaber og i overensstemmelse med dansk selskabslovgivning.

Vejledningens *afsnit 2* indeholder forslag til generelle overvejelser, som det øverste ledelsesorgan bør foretage ved indførelse af incitamentsaflønnning, dvs. før de overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning udarbejdes og forelægges for generalforsamlingen.

Afsnit 3 indeholder komitéens forslag til indholdet af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning, en gennemgang af lovkravene og udsnit af bemærkningerne til disse samt forslag til, hvordan selskaberne kan leve op til lovgivningen.

Afsnit 4 indeholder en kort beskrivelse af de mest brugte incitamentsprogrammer og en kort forklaring af begreber, der bruges i forbindelse med incitamentsaflønnning. Der er tale om et område, der er under stadig udvikling, og som i høj grad er under international påvirkning.

Afsnit 5 indeholder en skitse til brug for fastlæggelse af retningslinjer til generalforsamlingens godkendelse.

2. Generelle overvejelser ved fastlæggelse af en vederlagspolitik indeholdende incitamentsaflønnning

Før fastsættelsen af konkrete overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning bør der ske en grundig drøftelse af vederlagspolitikken samt af formålene med og principperne for eventuel etablering af incitamentsaflønnning.

Fordele, ulemper og konsekvenser ved de delelementer, der kan indgå i incitamentsaflønnningen, bør belyses i relation til selskabets strategi.

Incitamentsaflønnning er ikke defineret i loven, men omfatter enhver variabel aflønning, dvs. såvel aktiebaseret aflønning som ikke-aktiebaserede bonusordninger, resultatkontrakter og lignende ordninger, hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd.

Bestemmelsen vedrører alene retningslinjer for incitamentsaflønnning rettet mod medlemmer af selskabets øverste ledelsesorgan og direktionen. Incitamentsaflønnning af andre ledende medarbejdere eller øvrige medarbejdere er således ikke omfattet af bestemmelsen.

Aflønning, herunder eventuel incitamentsaflønnning i kraft af ansættelsesforholdet i selskabet, der vedrører medlemmer af det øverste ledelsesorgan valgt af medarbejderne, er ikke omfattet af loven. Et eksempel herpå kan være tildeling af medarbejderaktier. Kun incitamentsaflønnning til medarbejdervalgte medlemmer af det øverste ledelsesorgan i deres egen-

skab af medlemmer af dette ledelsesorgan kræver generalforsamlingens forudgående godkendelse af retningslinjerne for incitamentsaflønning.

Selskaberne kan hente inspiration i vejledningen og bilaget i relation til incitamentsaflønning til andre medarbejdere.

For incitamentsdelen af det samlede vederlag kan det øverste ledelsesorgan overvejelser bl.a. vedrøre:

- a) Hvorledes sikres det, at incitamentsaflønningen afspejler aktionærernes interesser i form af øget værdiskabelse.
- b) Hvorledes kan incitamentsaflønning understøtte opfyldelsen af selskabets mål og strategier, f.eks. samlet værdiskabelse eller opfyldelse af mål for væsentlige nøgleindikatorer (Key Performance Indicators) samt tiltrækning og fastholdelse af nøglemedarbejdere.
- c) Hvordan understøtter incitamentsaflønningen bedst selskabets kort- og langsigtede mål.
- d) Hvorledes sikres det, at incitamentsaflønningen ikke leder til uforsigtighed, urimelig adfærd eller uhensigtsmæssig accept af risiko.
- e) Hvem skal være omfattet (hvilket ledelsesorgan) og med hvilket formål.
- f) Hvilke typer af ordninger eller elementer kan indgå i incitamentsaflønningen.
- g) Hvorledes skal de fremtidige forpligtelser, der påhviler selskabet i henhold til aftaler om incitamentsaflønning, afspejles i årsrapporten og eventuelt afdækkes.
- h) Hvilke beløb vil de forskellige programmer kunne give anledning til (scenarie-analyser). Det bør overvejes, om der skal være et maksimum for, hvilke værdier incitamentsaflønningen kan udløse.
- i) Hvordan skal forholdet være mellem grundlønnen og den incitamentsbaserede aflønning.
- j) Hvordan kan det samlede vederlag sammensættes, så det er gennemskueligt for dem, der vedtager ordningen, dem, der er omfattede af ordningen, samt for aktionærer/investorer og markedet.
- k) Hvilken grad af åbenhed – ud over det krævede – ønsker selskabet, der skal være om vederlag og de enkelte elementer heri.

3. Indholdet af de overordnede retningslinjer

Selskabslovens § 139 foreskriver, at det øverste ledelsesorgan i et aktieselskab, der er optaget til handel på et reguleret marked, inden selskabet indgår en konkret aftale om incitamentsaflønnning med et medlem af selskabets ledelsesorganer, skal have fastsat overordnede retningslinjer for selskabets incitamentsaflønnning.

Retningslinjerne gælder for ledelsens aflønning i selskabet samt denne ledelses aflønning i andre selskaber kontrolleret af det pågældende selskab.

Retningslinjerne skal godkendes på selskabets generalforsamling. Retningslinjerne skal optages og behandles som et selvstændigt punkt på dagsordenen.

De overordnede retningslinjer bør så vidt muligt indeholde en passende redegørelse for de væsentligste overvejelser, jf. afsnit 2, som det øverste ledelsesorgan har gjort sig forud for beslutningen om at indføre incitamentsaflønnning for medlemmer af selskabets ledelsesorganer.

Det skal tydeligt fremgå af retningslinjerne efter hvilke principper, aftaler om incitamentsaflønnning kan indgås. Retningslinjerne skal indeholde klare oplysninger, opgørelser og konklusioner, som kan forstås af den enkelte aktionær.

Beskrivelsen af retningslinjerne skal være udformet således, at der sikres sammenhæng til årsrapporten.

Følgende elementer bør, ifølge bemærkningerne til loven, mindst fremgå af retningslinjerne:

- hvem der kan tildeles incitamentsaflønnning,
- hvilke ydelser, der kan indgå i incitamentsaflønnningen,
- hvad hovedbetingelserne for ydelsernes tildeling er,
- den anslåede nutidsværdi af incitamentsaflønnningen, og
- hvad det tidsmæssige perspektiv i incitamentsaflønnningen må være, herunder eventuelle frister for udøvelse af optioner.

Det fremgår desuden, at det i tilfælde af, at incitamentsaflønnningen indeholder aktieoptioner, kan være relevant at oplyse, hvordan selskabet vil skaffe de aktier, der er nødvendige for at opfylde selskabets forpligtelser i forbindelse med denne del af incitamentsaflønnningen.

Herudover kan de overordnede retningslinjer efter komitéens opfattelse med fordel indeholde:

- formålet med de enkelte elementer i incitamentsaflønnningen,

- beskrivelse af hvilke forhold der sikrer, at de enkelte elementer ikke skaber uønskede incitamenters eller, at værdierne heraf ikke kommer ”ud af kontrol”,
- beskrivelse af de væsentligste principper for udformningen af en eventuel options aflønning,
- beskrivelse af hvilke andele (f.eks. angivet i procent) de forskellige elementer i aflønningen tænkes at udgøre i forhold til den faste aflønning – og i den udstrækning det er muligt, minimums og maksimumsværdier, og
- beskrivelse af hvordan det sikres, at aflønningen afspejler aktionærernes interesser i form af øget værdiskabelse, samt at der skabes fornøden gennemsigtighed.

4. Beskrivelse af relevante typer af incitaments aflønning samt relaterede begreber

4.1. Indledning

Det følgende giver en kort beskrivelse af de typisk anvendte former for incitaments aflønning. Herudover behandles de begreber, der – i forhold til loven og dens bemærkninger – vil være relevante ved beskrivelsen af de overordnede retningslinjer for incitaments aflønning.

I bemærkningerne til selskabslovens § 139 står blandt andet:

”Incitaments aflønning omfatter enhver variabel aflønning. Incitaments aflønning er således ikke begrænset til aktiebaseret aflønning, såsom aktieoptioner, tegningsrettigheder (warrants) og såkaldte fantomaktier, hvor der ydes et vederlag baseret på værdien af kapital selskabets aktier. Ikke-aktiebaserede bonusordninger, resultatkontrakter og lignende instrumenter, hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd, vil således også være omfattet af bestemmelsens anvendelsesområde. Derimod vil fast løn – uanset om denne er meget høj – ikke være omfattet af bestemmelsen.”

Loven sigter primært mod variabelt vederlag baseret på kontante betalinger og aktiebaseret aflønning.

Andre ordninger vil imidlertid også være omfattet af loven i den udstrækning, at den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd. Eksempler på sådanne ordninger gives nedenfor i punkt 4.4.

4.2. Variabelt vederlag – kontant (kortsigtede incitamentsprogrammer)

Ikke-aktiebaserede bonusordninger, resultatkontrakter, tantieme o. lign.

Aflønning, der typisk bestemmes som en procentdel af selskabets omsætning, et nærmere defineret overskud/resultat (f.eks. resultat før renter, EBIT, resultat før skat, nettoresultat) eller lignende eller som en andel af den faste løn der udløses ved opnåelse af forskellige konkrete mål.

4.3. Aktiebaseret aflønning (langsigtede incitamentsprogrammer)

a. Aktierelateret bonus (fantomaktier o. lign.)

En bonus, hvor beløbet er knyttet til udviklingen i aktiekursen. En sådan bonus kan således være en "syntetisk" aktieinvestering (dvs. opgjort som om der var foretaget en aktieinvestering) eller en "syntetisk" option.

b. Betingede aktier

Aktier, hvis endelige erhvervelse er betinget af opnåelsen af fastlagte mål. Typisk skal modtageren beholde aktierne i en periode, idet aktierne først frigives efter en given tidsperiode.

c. Optioner – sædvanlige optioner henholdsvis tegningsoptioner (warrants)

Sædvanlige optioner giver modtageren en ret, men ikke en pligt til at købe aktier i selskabet til en given kurs (udnyttelseskurs) i en given udnyttelsesperiode.

Warrants/ tegningsoptioner giver modtageren en ret, men ikke en pligt til at tegne aktier i selskabet til en given kurs (udnyttelseskurs) i en given udnyttelsesperiode.

d. Konvertible obligationer

Et rentebærende gældsbrief, hvortil der er knyttet en tegningsret således, at gældsbriefet af långiver (modtageren) kan omveksles/konverteres til nyudstedte aktier til en given tegningskurs.

4.4. Andre ordninger, som indeholder et element af incitamentsaflønning

Der kan konkret aftales ordninger med et variabelt aflønningselement, som kan bevirke, at ordningen undtagelsesvist og afhængig af den konkrete anvendelse vil være omfattet af loven.

Det kan bl.a. forekomme i forbindelse med ekstraordinære/særlige pensionsindbetalinger og særlige fratrædelsesordninger og opsigelsesbestemmelser.

4.5. Værdiansættelse

De overordnede retningslinjer skal angive den anslåede nutidsværdi af incitamentsaflønningen på tildelingstidspunktet så vidt muligt i overensstemmelse med IFRS (International Financial Reporting Standards). Det kan være komplekst at opgøre nutidsværdien på tildelingstidspunktet for nogle af de anvendte ordninger. En tilnærmet værdi under enkle (anerkendte) principper bør foretrækkes frem for komplicerede beregninger og en mængde forudsætninger.

For variable kontante vederlag, jf. punkt 4.2., må en angivelse af den forventede (mest sandsynlige) værdi og forudsætningerne herfor samt

den mindste eller maksimale værdi, der kan komme på tale for disse ordninger, være tilstrækkeligt for at opfylde kravet om en anslået værdi. Dette kan eventuelt angives relativt (som en %-del), f.eks. i forhold til det faste vederlag.

For de aktiebaserede ordninger nævnt under punkt 4.3. angives en ramme for, hvor stor en værdi, der på tildelingstidspunktet kan være tale om for disse ordninger. Der foretages dermed ingen konkret værdiansættelse i de overordnede retningslinjer. Først i forbindelse med den endelige tildeling sker der en konkret værdiansættelse, hvorved aktionærerne har mulighed for at sammenholde den samlede værdi med de vedtagne overordnede retningslinier. Værdiansættelse af de aktiebaserede ordninger på tildelingspunktet er beskrevet i IFRS.

Værdierne angives så vidt muligt samlet og pr. regnskabsår. Herved sikres der sammenhæng til den regnskabsmæssige behandling af ordningerne i årsrapporten i forbindelse med de endelige tildelinger.

De variable vederlag kan angives med beløb hhv. minimum/maksimum og/eller relativt set i forhold til den faste og/eller den samlede vederlæggelse.

4.6 Tidsmæssigt perspektiv i incitamentsafløbningen

For variable, kontante ordninger, jf. punkt 4.2., vil det tidsmæssige perspektiv vedrøre løbetiden, der naturligt vil være knyttet til de resultater, ordningen er knyttet til.

For de aktiebaserede ordninger bør der gives oplysning om ordningernes samlede løbetid, dvs. perioden fra tildeling til udløb. Endvidere bør der gives oplysning om bindingsperioden (perioden indtil udnyttelse er mulig – også kaldet modningsperiode) og udnyttelsesvinduer (de perioder hvor udnyttelse er muligt).

5. Skitse til inspiration for udarbejdelse af retningslinjer til generalforsamlingens godkendelse

Det følgende indeholder i punktform en skitse til, hvorledes de overordnede retningslinjer kan udformes.

Overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning til medlemmer af det øverste ledelsesorgan og direktionen i [A/S], jf. selskabsloven § 139.

A. Indledning

- Redegørelse for de væsentligste overvejelser, jf. afsnit 2, det øverste ledelsesorgan har gjort sig i forhold til incitamentsaflønning af medlemmer af ledelsesorganerne i selskabet.
- Formålet med de overordnede retningslinjer.
- Værdiskabelse til aktionærerne.
- Understøttelse af selskabets kort- henholdsvis langsigtede mål.
- Tiltrækning og fastholdelse af nøglepersoner.
- Sikring af, at incitamentsaflønningen ikke leder til uforsigtighed eller urimelig adfærd henholdsvis uhensigtsmæssig accept af risiko.
- Hvem kan tildeles incitamentsaflønning – medlemmer af direktionen (anmeldt til Erhvervs- og selskabsstyrelsen) og/eller medlemmer af det øverste ledelsesorgan.

B. Hvilke ydelser kan indgå, og hovedbetingelser for incitamentsaflønningen

- Formålet med incitamentsaflønningen og overordnede principper.
- Hvilke ydelser, der kan indgå i incitamentsaflønningen.
- Hovedbetingelser for ydelsestildeling.
- Hvorledes det er sikret, at den samlede aflønning, herunder den variable aflønning, afspejler aktionærernes interesse.
- Hvorledes kan det øverste ledelsesorgan beslutte og manøvrere inden for de angivne overordnede retningslinjer.
- Tidsmæssigt perspektiv i incitamentsaflønningen, herunder eventuelle frister.
- Hvorledes der er sikret gennemsigtighed i aflønningen, bl.a. ved efterfølgende rapportering i årsrapporten.

C. Variabelt vederlag – kontant

For hver enkelt af de typer af variabelt vederlag, der anvendes, beskrives:

- Til hvem de kan tildeles.
- Formålet med tildeling af de enkelte typer.
- Hovedbetingelser for tildeling.
- Løbetid og andre karakteristika

- Hvorledes er det sikret, at der ikke skabes uønskede incitamenter, og at værdierne ikke kommer ”ud af kontrol”.
- Eventuel minimums- og maksimumsværdi og disse værdier i forhold til den faste aflønning.

D. Aktiebaseret aflønning

For hver enkelt af de typer af aktiebaseret aflønning, der anvendes, beskrives:

- Til hvem de kan tildeles.
- Formålet med tildeling af de enkelte typer.
- Hovedbetingelser for tildeling.
- Karakteristika såsom løbetid, optjeningsperiode, udnyttelsesmuligheder, principper for fastlæggelse af udnyttelseskurser, o. lign.
- Ramme for nutidsværdi ved tildeling eventuelt angivet i forhold til den faste aflønning. Herunder beskrives principper, der vil blive anvendt ved værdiansættelse, om der i givet fald er loft over den værdi, som ordningen kan give anledning til samt loftets nominelle og/eller relative størrelse.
- Hvorledes det er sikret, at der ikke skabes uønskede incitamenter, og at værdierne ikke kommer ”ud af kontrol”.
- Om der er tale om kontant- eller aktiebaserede ordninger og hvorledes aktier i givet fald tilvejebringes.
- Hvorledes den aktiebaserede aflønning behandles skattemæssigt af selskabet.

E. Andre ordninger

I den udstrækning andre ordninger, såsom pensionsindbetaling og fratrædelsesordninger eller andre goder, er en del af incitamentsaflønningen beskrives disse efter samme systematik som herover.

F. Øvrige punkter der er relevante for det konkrete selskab.

G. Offentliggørelse og ikrafttræden

Hvornår er de angivne retningslinjer behandlet, og hvor er de efterfølgende offentliggjort?

Bilag om optionsafløgning

Dette bilag giver eksempler på forhold, der kan være aktuelle ved udformning af optionsafløgning. Fokus er alene på optionsafløgning, idet der her er tale om en række forhold, der kan have forskellige implikationer for værdien og effekten af optionsafløgningen.

Der findes ikke én bestemt udformning af optionsafløgning, der vil være optimal for alle selskaber og ledelserne heri. Udformningen af optionsafløgningen skal tage udgangspunkt i det enkelte selskabs specifikke forhold, formålet med optionsafløgningen samt karakteristika ved modtagerne af optionsafløgningen.

Optionsafløgningen er en del af selskabets incitamentsafløgning og skal derfor ses i sammenhæng med vederlagspolitikken og den resterende afløgning af ledelsen.

For selskabet bør specielt forretningsmodel og kapitalstruktur indgå i overvejelserne.

For modtagerne er der tale om karakteristika såsom disses risikovillighed samt i nogle tilfælde udestående aktieløn fra andre (tidligere) tildelinger og modtagerens formueforhold i øvrigt.

Typen af optioner

Der anvendes primært to typer af optioner:

- sædvanlige optioner og
- tegningsoptioner (warrants).

Valget mellem de to typer afhænger bl.a. af skatte- og selskabsretlige forhold.

Sædvanlige optioner opdeles typisk i:

- kontantbaserede, hvor der ved udnyttelse er mulighed for at få optionsgevinsten udbetalt kontant, og
- egenkapitalbaserede, hvor udnyttelse udmøntes i et ejerskab af de tilsvarende aktier.

Det er kun de egenkapitalbaserede ordninger, der ved udnyttelse medfører et efterfølgende ejerskab af de tildelte aktier.

Afvejningen imellem kontant- henholdsvis egenkapitalbaserede ordninger er af mere teknisk og selskabsspecifik karakter og vil ikke blive uddybet yderligere her.

Der findes andre mere komplicerede (eksotiske) optionstyper. Disse bør så vidt muligt undgås, idet de er uklare og uoverskuelige for aktionærerne og dermed ikke leder til den åbenhed om aflønningen og ikke mindst incitamentsaflønningen, som er et hovedformål med lovgivningen og forskrifterne vedrørende incitamentsaflønning. De mere komplicerede optionstyper omfatter for eksempel optioner, hvor der automatisk modtages nye optioner ved udnyttelse (re-load) eller optioner, hvor udnyttelse er betinget af, at aktiekursen har ramt et niveau, der er højere end udnyttelseskursen (knock-in).

Løbetid

Løbetiden har betydning for værdien af optionen og for det incitament der skabes ved tildelingen. Kort løbetid vil alt andet lige nedsætte værdien i forhold til en længere løbetid. Kort løbetid vil endvidere normalt ikke sikre et tilstrækkeligt langsigtet incitament.

Værdien ved tildeling vil specielt for optioner med kort løbetid være knyttet mere til udsving (volatilitet) i aktiekursen end til aktiens mere langsigtede udvikling.¹

Meget lange løbetider vil kunne give forholdsvis store værdier af optionerne og betyde, at incitamenterne kan være svære at styre over tid.

Løbetider på 4-8 år er forholdsvis normalt i Danmark.

Udnyttelsesmuligheder

Der anvendes typisk to hovedtyper af udnyttelsesmuligheder:

- optioner, der kun kan udnyttes på udløbstidspunktet (europæiske), og
- optioner, der kan udnyttes i hele løbetiden (amerikanske).

I Danmark er de amerikanske optioner p.t. de mest udbredte.

Ved rene europæiske optioner sikres et langsigtet incitament, men det risikeres, at modtageren ikke værdsætter optionen særligt højt, eller at der skabes uheldige incitament omkring det ene tidspunkt, hvor optionen kan udnyttes. For europæiske optioner kan man med fordel tillade udnyttelser over en længere tidsperiode f.eks. seks til tolv måneder i forbindelse med udløb.

Amerikanske optioner vil måske ikke give helt det samme langsigtede incitament som de europæiske, da de kan blive udnyttet tidligt, men vil formentlig blive mere værdsat af modtageren.

¹ Ved beregning af en options værdi indgår et estimat for aktiekursens forventede fremtidige udsving, kaldet volatiliteten. Sædvanligvis anvendes den historiske standardafvigelse på aktiekursens udsving som estimat.

For amerikanske optioner med løbende tildelinger kan der dog opstå incitament til, at der på ét ”velvalgt” tidspunkt udnyttes flere års tildelinger, hvilket ligeledes kan skabe uheldige incitament omkring dette tidspunkt.

For amerikanske optioner kan man med fordel anvende en modningsperiode (bindingsperiode) i starten af løbetiden, hvor udnyttelse ikke er mulig. En modningsperiode på 2-4 år afhængigt af løbetiden er ikke unormal.

Der bør anvendes et passende antal udnyttelsesvinduer i løbet af et regnskabsår. Udnyttelsesvinduerne bør være sammenfaldende med de perioder, hvor det er tilladt selskabets insidere at handle aktier, hvilket normalt vil være i forlængelse af aflæggelse af årsrapporten og/eller delårsrapporter dvs. 2-4 perioder pr. år.

Udnyttelseskurs

Fastlæggelsen af udnyttelseskursen i forhold til aktiekursen på tildelings-tidspunktet, og om udnyttelseskursen skal forblive fast, opskrives med fast procentsats eller indekseres i løbetiden, er af potentielt stor betydning for værdien og for de skabte incitamenteffekter.

Høj udnyttelseskurs i forhold til aktiekursen giver en lavere værdi af den enkelte option, men alt andet lige et større incitament for ledelsen/modtageren til at tage risiko.

Lav udnyttelseskurs i forhold til aktiekursen giver omvendt en højere værdi af den enkelte option, men alt andet lige et mindre incitament for ledelsen/modtageren til at tage risiko.

Afvejningen bør primært gå på, at man for en givet samlet værdi af en planlagt options aflønning vil kunne tildele flere optioner, der kun vil få værdi, hvis aktiekursen stiger signifikant, eller alternativt tildele færre optioner, hvor der vil være et tab for ledelsen, hvis aktiekursen falder i værdi. Det skyldes, at en lav udnyttelseskurs vil give ledelsen udsigt til en kontant gevinst selv ved uændrede aktiekurser, hvorfor et fald i aktiekursen vil give anledning til et tab. Med andre ord er optioner med lav udnyttelseskurs i forhold til aktiekursen ”kvasi-aktier”, hvis afkastkarakteristika i mange tilfælde svarer til den underliggende akties. Dette gælder specielt, når udløbet af optionerne nærmer sig. For en ledelse med optioner betyder dette, at incitamentet vil være sammenfaldende med aktionærernes.

Fordelen ved fast at opskrive udnyttelseskursen over tid er at skærpe incitamentet og gøre den endelige gevinst afhængig af længden af den tidsperiode, hvori en given præstation er leveret. En opskrivning af udnyttelseskursen vil øge modtagerens incitament til at udnytte optionen så tidligt som muligt, hvorfor det langsigtede incitament kan mindskes.

En indeksering af udnyttelseskursen vil skærpe ledelsens incitament til at præstere godt, målt relativt til et valgt indeks (benchmark – fx det generelle aktiemarked eller udvalgte konkurrenter). Ved generelt stigende aktiekurser vil en indeksering således kun give en belønning for stigninger udover de generelle stigninger og vil tilsvarende ved faldende aktiekurser give mulighed for gevinster, hvis selskabets aktier er faldet mindre end det valgte indeks. Indeksering komplicerer optionsaflønningen og den tilhørende værdiansættelse.

Regulering for udbyttebetaling mv.

Løbende regulering af udnyttelseskursen for udbyttebetalinger bør foretages specielt i tilfælde, hvor der er tale om udbyttebetalinger ud over det ”sædvanlige” niveau, der blev lagt til grund ved tildelingen.

Herudover kan der være behov for regulering af optionsprogrammet ved kapitalforhøjelse, gennemførelse af aktietilbagekøbsprogrammer, mv.

Tildelingspolitik

Det er som regel en fordel, at der løbende foretages mindre tildelinger (revolverende ordninger) frem for enkelte store tildelinger. Herved undgås, at der skabes uheldige kortsigtede incitament i forbindelse med tildelings- eller udnyttelsestidspunkt. Revolverende tildelinger overflødiggør også behovet for såkaldt repricing, dvs. ændring – nedsættelse – af en tidligere fastlagt udnyttelseskurs.

Det kan som hovedregel ikke anbefales at gøre tildeling af et optionsprogram betinget af opnåelse af konkrete mål eller at tildele optioner på optioner. Opfyldelse af kortsigtede operationelle mål kan i stedet belønnes med kontantbonus.

Det anbefales, at der etableres en politik for, hvornår på året der normalt tildeles optioner. Dette kan med fordel være i forlængelse af aflagte års- eller delårsrapporter, dvs. i forbindelse med de førømtalte vinduer, hvor insidere har mulighed for at handle.

Eksempel

Følgende eksempel skal tages som en simpel illustration af nogle af de ovenstående pointer og tilhørende overvejelser. Eksemplet bygger på flere forsimplede antagelser og skal derfor ikke tages som en udtømmende beskrivelse af de relevante overvejelser.

I eksemplet betragtes et selskab med givne karakteristika og som ønsker at foretage en tildeling af europæiske optioner med en samlet værdi på 1 mio. kr. på tildelingstidspunktet.

I eksemplet sammenlignes effekten af at vælge optioner med forskellige udnyttelseskurser og løbetider, idet der specielt søges at give et simpelt indblik i de incitamentseffekter, optionstildelingen giver.

Incitamentseffekten opgøres ved at beregne optionsgevinsten ved en efterfølgende ændring i aktiekursen på +/- 10 kurspoint og en ændring i volatiliteten på +/- 10%-point.

Volatilitet kan opfattes som et mål for den risiko, der er knyttet til selskabet. Effekten af en ændring i volatiliteten (risikoen) bruges som indikator for, hvilket incitament optionerne giver ledelsen til at øge risikoen i selskabet.

Generelle forudsætninger					
Samlet værdi optionsafløbning		1.000.000			
Aktiekurs		100			
Volatilitet af aktien		30%			
Risikofri rente		5%			
Udbytter		0			
Beregninger					
	Udgangspunkt	K - 50	K + 50	T - 3	T + 3
Udnyttelseskurs, K	100	50	150	100	100
Løbetid (år), T	5	5	5	2	8
Værdi af den enkelte option (a)	36	63	21	21	47
Antal optioner tildelt (b)	27.810	15.996	48.079	47.184	21.412
Samlet værdi (a x b)	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Ændring i værdien af den enkelte option ved:					
Aktiekurs - 10	-7	-10	-5	-6	-8
Aktiekurs + 10	8	10	6	7	8
Volatilitet - 10 %-point	-7	-1	-9	-5	-7
Volatilitet + 10 %-point	7	2	9	5	8
Ændring i værdien af samlet program ved:					
Aktiekurs - 10	-204.614	-152.249	-245.475	-296.038	-170.848
Aktiekurs + 10	217.529	154.362	273.921	336.194	177.616
Volatilitet - 10 %-point	-189.644	-20.525	-427.984	-239.078	-157.220
Volatilitet + 10 %-point	192.408	39.522	420.637	240.472	160.884

Alle beregninger er foretaget på tildelingstidspunktet, og værdierne kan derfor ikke bruges som udtryk for det resultat, der vil fås ved eventuel

udnyttelse af optionerne. Værdierne af optionerne er bestemt ved hjælp af Black-Scholes formel og er alle steder afrundet til nærmeste hele kr.

Fra beregningerne ses, at antallet af tildelte optioner i høj grad afhænger af, hvilken udnyttelseskurs og løbetid der vælges. Jo lavere udnyttelseskurs og længere løbetid, jo færre optioner skal tildeles for at få en samlet værdi af optionsaflønningen på 1 mio. kr.

Tildeles optionerne med **lav udnyttelseskurs** i forhold til aktiekursen ($K - 50$), giver en ændring i aktiekursen anledning til stort set den samme ændring i værdien af den enkelte option. Værdien er imidlertid ikke særlig følsom overfor ændringer i volatiliteten.

Tildeles optionerne med **høj udnyttelseskurs** i forhold til aktiekursen ($K + 50$) ses det omvendte billede, eftersom værdien her afhænger noget mere af ændringer i volatilitet end i aktiekursen.

Løbetiden har tillige betydning for værdien af den enkelte option og dermed også for antallet af optioner, der kan tildeles. Værdien af optioner med kort løbetid og lav udnyttelseskurs vil primært afhænge af ændringer i aktiekursen. Værdien af optioner med kort løbetid og høj udnyttelseskurs vil primært afhænge af ændringer i volatiliteten.

Litteraturhenvisning

Bechmann, K. L. and M. Møller (2003), "Optimalt design af optionsprogrammer: valget af exercisemuligheder og exercisekurser", *Finans/Invest* 2: 17-27.

Bechmann, K. L. (2003) "Værdiansættelse af optioner med Black-Scholes modellen", *Inspi*, no. 6, June: 36-42.