

Abstract

This Thesis investigate four different aspect of incentive-based-payment for the top executives management in the public listed company William Demant Holdning. Initially the board of directors made a proposal regarding an incentive-based-payment system in April 2016, which was approved. This thesis there for seeks to understand all four aspects of this development process. The four aspect are motives for incentive-based-payment, Danish and international rules, tax and development design. The first aspect seeks to identify, which motive the company have to establish an incentive-based-payment system, whereas the next aspect seeks to establish the limits and the use of the system, that a Danish public listed company has to obey. Third aspect seeks through an analyse of different compensation forms, cash or stock – based, which are most attritive for both the company and the executives. Last the thesis seeks to investigate the performances measure and discuss their pro and con.

Forord

Dette specialet er inspireret af et tidligere projekt fra 2015 omhandlende arbejdskapital, hvor en omfattende gennemgang af C20 selskabernes regnskaber afslørede, at William Demant på daværende tidspunkt ikke anvendte nogen form for incitamentsaflønnning. Blandt C20 selskaberne er incitamentsaflønnning snarere blevet reglen end undtagelsen, hvorfor denne afsløring affødte en underen. I 2016 blev der af bestyrelsen fremsat et forslag om, at incitamentsaflønne ledelsen i William Demant, men forslaget hertil gav tilsvarende anledning til en underen, fordi forslaget bar præg af en usædvanlig enkelthed, manglende supplerende oplysninger og begrundelse herfor.

Omdrejningspunktet for dette speciale har derfor været, at belyse de væsentligste aspekter, der går forud for etableringen af en incitamentsordning og specialet har derfor haft til formål, at henlede opmærksomheden på, hvilke overvejelser William Demant bør gøre sig i forbindelse hermed.

<i>Titel:</i>	<i>Incitamentsordning for William Demant</i>
<i>Uddannelse:</i>	<i>Cand.merc. i Økonomistyring</i>
<i>Uddannelsessted:</i>	<i>Aalborg Universitet</i>
<i>Semester:</i>	<i>10. Semester</i>
<i>Vejleder:</i>	<i>Niels Sandalgaard</i>
<i>Normalsider:</i>	<i>100,97</i>

<i>Udarbejdet af:</i>	<i>Marie Skallerup Poulsen</i>
-----------------------	--------------------------------

Indholdsfortegnelse

1	INDLEDNING:	5
1.1	HISTORIE	6
1.2	PROBLEMFORMULERING	8
1.3	METODE	9
1.3.1	Empiri	11
1.3.1.1	Litteratur	12
1.4	AFGRÆNSNING	13
2	MOTIV & ADFÆRD:	14
2.1	AGENTTEORI	15
2.1.1	Kritik af Principal-Agent teorien	18
2.2	MOTIVER FOR BRUG AF INCITAMENTSORDNINGER	21
2.2.1	Kritik af incitamentsordninger	24
2.3	WILLIAM DEMANTS VALG AF MOTIVER FOR INCITAMENTS AFLØNNING	26
2.4	DELKONKLUSION	27
3	DANSK OG INTERNATIONAL REGULERING:	28
3.1	LOVGRUNDLAG	28
3.1.1	Tidsbegrebsdefinitioner	29
3.1.1.1	Tildelingstidspunktet & Retserhvervelsestidspunktet	29
3.1.1.2	Udnyttelsesperioden	29
3.1.1.3	Udnyttelsestidspunktet	30
3.1.1.4	Udnyttelseskurs	30
3.1.2	Selskabsretslige bestemmelser	30
3.1.3	Gældende regnskabstandarder	34
3.1.3.1	Årsregnskabsloven (ÅRL)	34
3.1.3.2	IFRS 2	36
3.1.4	NASDAQ OMX Copenhagen	44
3.1.4.1	Corporate Governance	46
3.1.5	Delkonklusion	52
4	SKAT	54
4.1	SKATTEMÆSSIGE OVERVEJELSER	55
4.2	KONTANTBASERET VEDERLAGSKOMPONENTER	56
4.2.1	Fantomaktier	57
4.2.1.1	Skyggeaktier	57
4.2.1.2	Stock Appreciation Rights (SAR)	58
4.2.2	Præsentationsbonus	59
4.2.3	Fastholdelsesbonus	60
4.3	AKTIEBASERET VEDERLAGSKOMPONENTER	60
4.3.1	Aktieoptioner	61
4.3.2	Warrants	66
4.3.3	Konvertible Obligationer	68
4.4	OVERVEJELSER I FORBINDELSE MED PROCESSEN	70
4.5	ANALYSE AF DE SKATTEMÆSSIGE KONSEKVENSER	75
4.6	DELKONKLUSION	79
5	DEN TEKNISK UDFORMNING:	79
5.1	MARKEDSBASERET PRÆSENTATIONSMÅL	80
5.2	FINANSIELLE PRÆSENTATIONSMÅL	84

5.2.1.	<i>Absoluttet præsentationsmål</i>	85
5.2.2.	<i>Relative præsentationsmål</i>	86
5.2.2.1.	EVA (Economic Added Value)	87
5.3.	IKKE-FINANSIELLE PRÆSENTATIONSMÅL	92
5.4.	DELKONKLUSION	93
6.	KONKLUSION	95
7.	BIBLIOGRAFI	97
8.	BILAG	101

Figur 1 – Ejerskabsstruktur (Oticonfonden.dk).....	7
Figur 2 – Ledighedstal over perioden 2008-2017 (Danmarks Statistik)	22
Figur 3 – Lønsammensætning, Egen tilvirkning efter (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 46).....	24
Figur 4 – Regnskabsmæssige behandling af ordningerne (Deloitte, 2013, s. 37).....	39
Figur 5 - Præsentationsmål (Petersen, 2011).....	79
Figur 6 – EVA-baseret bonusaftale (Petersen, 2011)	90
Figur 7 – EVA-baseret bonusbank (Petersen, 2011)	91

Tabel 1 – Optjeningsbetingelser (Deloitte, 2013, s. 41).....	40
Tabel 2 – Oplysningskrav efter IFRS 2 (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 524).....	44
Tabel 3 – Incitamentsordninger: Overblik, Egen tilvirkning efter (Bech - Bruun, 2012, s. 43)	72
Tabel 4 – Beskatning af deltager (Egen tilvirkning)	75
Tabel 5 – Beskatning af selskabet (Egen tilvirkning).....	77

Bilag 1– <i>Proposal Submitted by the Board of Directors to the Annual General Meeting on 7 April 2016</i>	101
Bilag 2– <i>Lønnoten fra William Demants årsregnskab 2017 (Koncernregnskab)</i>	102

1 Indledning:

Udbredelsen af incitamentsordninger er gennem de seneste årtier vokset med hastige skridt, og har særligt taget fart i forbindelse med Corporate Governance debatten, der opstod som følge af en række finansskandaler i slutningen af 1980'erne. Dette specialet omhandler incitamentsaflønning, og vil derfor inddrage rapportens anbefalinger og konklusioner for aflønning af bestyrelsen og direktionen. I hovedtræk omhandler rapportens anbefalinger at incitamentsaflønning skal kunne benyttes med det formål, at tilbyde og sikre en rimelig og konkurrencedygtig løn for, at selskabet fortsat skal være i stand til, at kunne tiltrække og fastholde kompetente bestyrelses- og direktionsmedlemmer. Dernæst fremgår det af rapporten, at incitamentsaflønning kan være medvirkende til, at skabe interessesammenfald mellem aktionærerne og ledelsen, samt medvirke til, at der etableres åbenhed og gennemsigtighed herom. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017). (Lynch & Perry, 2003) fremhæver i forlængelse heraf at selve etableringen og udformningen, er betinget af forståelsen for de regnskabs-, skatte-, og ledelsesmæssige aspekter, der er forbundet med en incitamentsordning og, at disse er afgørende for, at kunne udforme en effektiv ordning, der både tilgodeser, at motivere og fastholde medarbejder. (Petersen, 2011) tilføjer, at ordningen bør sikre en overensstemmelse imellem ledelsens og aktionærernes interesser for, at maksimere den langsigtede værdiskabelse.

Incitamentsordninger er hovedsagligt, at finde hos de store børsnoterede selskaber, men der ses en begyndende tendens i udbredelsen heraf blandt de små og mellemstore virksomheder (Kronborg, 2007). For de danske C20 selskaber, viser en gennemgang af regnskaberne, at 19 ud af 20 selskaber i skrivende stund, enten har etablerede incitamentsordninger eller arbejder med incitamentsaflønning i en eller anden udstrækning. Hovedsagligt er disse incitamentsordninger beholdt aflønning af topledelsen, men enkelte selskaber har valgt, at udvide og etablere forskellige ordninger til selskabernes medarbejder på henholdsvis bund og mellem niveau. Blandt C20-indekset eneste selskab, som endnu ikke har etableret en incitamentsordning finder vi høre – og lydsystems fabrikanten William Demant Holding. Af offentliggjorte dokumenter fra selskabets webside fremgår, at bestyrelsen i begyndelsen af marts 2016 stillede forslag om en revidering af selskabets vederlagspolitik, samt tilføjelse af retningslinjer for en incitamentsordning med henblik på, at kunne indgå aftaler om et fastholdelsesprogram for selskabets ledelse. Forslaget blev efterfølgende godkendt på selskabets ordinære generalforsamling i april (William Demant Holding A/S, 2016). Bestyrelsens forslag om en revidering af selskabets vederlagspolitik og generelle retningslinjer for incitamentsaflønning kan ses i (*Bilag 1*), men hvor hovedtrækkene i forslaget kort vil præsenteres herunder. Bestyrelsen vil ikke blive omfattet af en incitamentsordning eller tilbydes anden performance baseret aflønning, men vil udelukkende modtage et fast grundhonorar for deres arbejde. Formanden modtager et

tre dobbelt grundhonorar og næstformanden dobbelt grundhonorar. Direktionen vil derimod med en revidering af selskabets vederlagspolitik og generelle retningslinjer for incitamentsaflønnning, kunne tilbydes en kombination af faste vederlag og incitamentsaflønnning. (*Bilag 1*).

Direktionen:

Direktionen modtager hver især et fast vederlag, men for at skabe et yderligere incitament for direktionen om, at fortsætte deres virke hos William Demant Holdning, samt forene direktionens interesser med selskabets aktionærer, ønsker bestyrelsen, at tilbyde medlemmer af direktionen et variabelt kontant vederlags komponent i form, af en årlig revolverende fastholdelsesordning. I bestyrelsens forslag til udfærdigelse af en incitamentsordning fremgår det, at ordningen skal indeholde følgende;

- ❖ En kvalificerende lagringsperiode på to til fem år
- ❖ Et kalkuleret basebeløb bestående af en til seks måneders fast løn
- ❖ En kalkuleret justering af basens beløb, der følger udviklingen i selskabets aktiekurs i den relevante opbevaringsperiode og
- ❖ En mekanisme, hvorved et direktionsmedlem, der giver eller er givet meddelelse om opsigelse, ikke er berettiget til noget fastholdelsesvederlag, hverken helt eller pro rata.

Medlemmerne omfattet af incitamentsordningen har ret til skyggeaktier, svarende til værdien af basebeløbet. Dagsværdien på tildelingstidspunktet bestemmes ud fra dette. (Årsregnskab 2016)

Såfremt selskabet opsiges den administrerende direktør, er der aftalt et opsigelsesforhold på 2,5 år.

Dernæst er den administrerende direktør berettiget til en anciennitetsbonus, der matcher en årsløn for hvert fjerde års ansættelse efter 2005. Denne anciennitetsbonus anerkendes i regnskabet for koncernen, som en ydelsesbaseret pensionsforpligtelse, der udbetales ved ophør af ansættelse. (*Ibid.*)

1.1 Historie

Hans Jørgen Demant grundlægger i 1904 virksomheden William Demant med et ønske om, at hjælpe sin hørehæmmede hustru Camilla og andre hørehæmmede til et bedre liv. I 1910 overtager sønnen William Demant virksomheden efter faderens død og begynder, at videreudvikle virksomheden i flere retninger. I begyndelsen af 1920'erne begynder virksomheden, at importere udfærdige høreapparater, som færdigøres og sælges under navnet Acousticus sideløbende med, at virksomheden udvider sit forretningsområde inden for udvikling og installering af høre – og lydsystemer til kirker i Danmark under navnet Acousticon og senere højtalersystemer til Kastrup lufthavn og høresystemer til biografen Palladium, der gør det muligt for

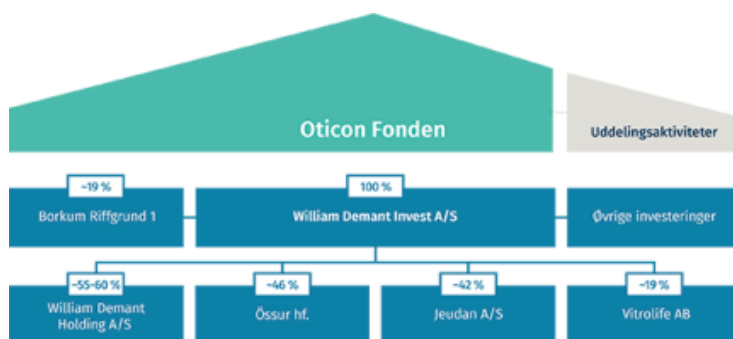
hørehæmmede mennesker, at følge lydsporet fra specielle pladser med Acousticon Seatphones.

(Demant.com).

Under anden verdenskrig kan William Demant ikke længere importere fra USA, England og Frankrig, og virksomheden begynder derfor selv, at producer komponenter til de nyeste Acousticon enheder, samt fremstilling af de første dansklavet licenseret Acousticon høreapparater. Efter anden verdenskrig indgår William Demant et samarbejde med den amerikanske høreapparats producent Charles Lehman, og sammen etablerer de den amerikansk-danske Oticon Corporation, som får hovedsæde i København.

William Demant og hans hustru Ida Emilie opretter i 1957 Oticon Fonden, hvortil de donerer alle aktier i selskabet til. Fondens primære formål er, at sikre og udvikle kommercielle aktiviteter for William Demant Holding og William Demant Invest, samt velgørende formål der har til hensigt, at hjælpe mennesker med nedsat hørelse. Oticon Fonden er forsat den dag i dag hovedaktionær i selskabet William Demant Holding A/S, gennem investeringsselskabet William Demant Invest A/S med en aktieejersandel på 55-60 %. (*Ibid.*).

William Demant Invest A/S er 100 % ejet af Oticon Fonden, som det også kan ses af ejerskabsstrukturen i nedstående *Figur 1*. Foruden ejerandelen i William Demant Holding, varetager William Demant Invest A/S også andre investeringsaktiviteter for Oticon Fonden, heriblandt en ejerandel på ca. 42 % i ejendomsselskabet Jeudan og 46 % i den islandske protesevirksomhed Össur og sidst en ejerandel på 19 % i fertilitetsbehandlingsfirmaet Vitrolife. (Oticonfonden.dk, 2017).



Figur 1 – Ejerskabsstruktur (Oticonfonden.dk)

Koncernen William Demant Holding A/S ejer desuden virksomhederne Oticon, Bernafon, Sonic, Oticon Medical, Interacoustics, samt 50 % af Sennheiser Communications. Disse virksomheder udvikler og markedsfører høreapparater, diagnostiske instrumenter og høre- og kommunikationsudstyr, som f.eks. headsets og systemer til forstærkning af lyd. (Oticonfonden.dk, 2017). William Demant blev første gang listet på Københavns Fondsbørs i 1995, og er i dag en af verdens seks største høreapparatsproducenter ved siden af Sonova, Sivantos, Starkey, Widex og danske GN Store Nord (Euroinvestor.dk, 2017).

William Demant Holding er i dag ledet efter en todelt ledelsesstruktur bestående af direktionen og bestyrelsen. Bestyrelsen tæller otte medlemmer, der varetager aktionærernes interesser, samt føre tilsyn med selskabets ledelse og bidrager til udformning og beslutninger angående selskabets strategi. Ledelsen har ansvaret for den daglige drift af selskabet, og tæller præsident og CEO Søren Nielsen og CFO René Schneider. (Demant.com).

1.2 Problemformulering

Dette speciale tager udgangspunkt i forslaget, fremsat den 7. april 2016 af bestyrelsen i William Demant Holding A/S, vedrørende etablering af en incitamentsordning for selskabets topledelse. For, at give en tilfredsstillende besvarelse behandler problemformuleringen fire problemstilliner og aspekter, som William Demant i forbindelse etableringen af ordningen bør afklare.

1. *Hvilke motiver kunne selskabet William Demant have for at indføre en incitamentsordning for deres topledelse.*

Ovenstående spørgsmål har til hensigt at undersøge, hvilke bagvedliggende motiver selskabet William Demant kunne have for etablering af en incitamentsordning for topledelsen. Dette gøres med henblik på, at skabe grundlag for en vurdering og bedømmelse heraf, fordi motiverne spiller en afgørende rolle i forhold til selve udformningen.

2. *Hvilke danske og internationale regler er etableringen og anvendelsen af incitamentsordninger omfattet af for et børsnoteret selskab i regnskabsklasse D?*

Et børsnoteret selskab som William Demant er både underlagt dansk og international regulering i forhold til selskabsret, børsret og gældende regnskabsstandarder. Formålet med ovenstående spørgsmål er derfor, at undersøge gældende dansk og international regulering, der kræves i forbindelse med etablering af en incitamentsordning.

3. *Hvilken betydning har skattelovgivningen i forhold til valget af aflønningsinstrumenter og er nogle ordninger skattemæssigt mere attraktive end andre?*

Dansk og international lovgivning angiver de eksterne rammer for etableringen og anvendelsen af incitamentsordninger, mens skattelovgivningen har betydning for effekten af de aflønningsinstrumenter,

der indgår. Derfor har ovenstående spørgsmål 3 til formål, at undersøge de skattemæssige overvejelser, der bør gå forud for valget af aflønningsinstrumenter, samt undersøge, hvorvidt nogle aflønningsinstrumenter er skattemæssigt mere attraktive end andre, eftersom skattelovgivningen og valget af aflønningsinstrumentet kan have en betydning for henholdsvis selskabet og deltagerne.

4. *Hvilke præsentationsmål kan en incitamentsordning baseres på og, hvilke karakteristika kan være med til, at sikre en effektiv ordning?*

Incitamentsordninger bør udarbejdes i overensstemmelse med motiverne således, at selskabet William Demant får det mest optimale ud af ordningen. Ovenstående spørgsmål har derfor til formål, at undersøge de præsentationsmål, som en incitamentsordning kan baseres på, samt undersøge og diskutere, hvilke præsentationsmål, der vil være bedst egnet for William Demant, at basere deres ordning på.

1.3 Metode

Dette afsnit omhandler, hvordan der i specialet er produceret viden, hvilke fremgangsmåder og metoder der er anvendt, og hvordan empiri er indsamlet og benyttet, herunder en beskrivelse af den litteratur som er anvendt i specialet.

Specialets problemformulering er retningsgivende for valget af metoder, og består fire spørgsmål, som har til formål, at gå i dybden med de væsentligste aspekter af etableringen af en incitamentsordning. Valget af metoder, vil derfor beskrives separat for hvert spørgsmål herunder.

Problemformuleringens første spørgsmål behandles i *afsnit 2*, og omhandler motiver for brug af incitamentsaflønning. Afsnittet har til formål, at belyse, hvilke motiver et selskab som William Demant kunne have for, at indføre en incitamentsordning. Ligeledes har dette spørgsmål til hensigt, at etablere et solidt og nuanceret kendskab til motiver, samt undersøge, hvorfor der er brug for disse. Til dette formål er der i første omgang anvendt et litteraturstudie, både som metode, men også i forhold til specialets teoretiske afsæt. Litteraturstudiet, som metode er anvendt med henblik på, at indsamle allerede eksisterende viden og ligeledes for, at skabe et stærkt videnskabeligt fundament, som specialet har kunne tage sit afsæt fra. Helt konkret er litteraturstudiet udarbejdet ved brug af AAUs egen database, Google søgemaskine, Google Scholar, dokumenter, artikler og vejledninger fra Komitéen for god Selskabsledelse, bøger, samt diverse litteratur og artikler fra pensum. Ved brugen af databaser er søgeordene Management compensation, Incentive Based Payment, Incentive Programs, Incentive Based Plans, Share Based Payment anvendt, samt de danske begreber Incitamentsaflønning, Incitamentsprogram, Aktieaflønning,

Bonusordninger mv. Metoden resulterede i seks gængse motiver for brug af incitamentsaflønning, men på baggrund af erfaring med tidligere studier af de danske C20 selskaber, syntes resultatet af de seks motiver en anelse for bredt i forhold til danske C20 selskabers kutyme og praksis for anvendelse af motiver. Derfor blev det besluttet, at udvide eller supplere metoden litteraturstudie med en systematisk gennemgang af de danske C20 selskabers regnskaber for derved, at få en faktuel indsigt i de danske C20 selskabers valg af motiver. Argumentet herfor skal ses i lyset af, at William Demant er en dansk virksomhed, som har været en veletableret del af det danske C20 indeks, og størstedelen af litteraturstudiet har bestået af engelsk litteratur, som ikke har haft danske selskaber i søgelyset ved udarbejdelsen. Metoden systematisk gennemgang af de danske C20 selskaber resulterede i tre primære motiver, samt en overvejende erkendelse om, at de resterende tre motiver fortsat har deres relevans, men snarere skal ses som sekundære motiver, der medfølger ved valget og anvendelsen af de tre primære motiver. I afsnittet er agentteori inddraget med det formål, at belyse og øge forståelsen omkring, hvorfor der er behov for motiver, samt hvilken betydning de har for selve udarbejdelsen af incitamentsordninger. Agentteorien er valgt, at inddrage fordi teorien har vist sig dominerende på tværs af samfundsvidenskaberne i forhold til, at forklare interessekonflikten imellem principalen og agenten. Kritik af teorien er udarbejdet som et selvstændigt afsnit og kan findes i slutningen af *Afsnit 2*.

Afsnit 3 omhandler den danske og internationale regulering, som etablering af en incitamentsordning for selskaber i regnskabsklasse D er omfattet af. I afsnittet er der anvendt en retsdogmatisk metode, "(...) *hvor gældende ret søges fastlagt på baggrund af en systematisering, fortolkning og analyse af relevante retskilder – såvel nationale som internationale.*" (SDU.dk). I første omgang er der i forbindelse med litteraturstudiet afsøgt, hvilken dansk og international regulering, som er påkrævet og relevant, at inddrage i specialet. Dernæst er udvalgte love, forordninger, regnskabsstandarder, oplysningsstandarder og anbefalinger, herunder Corporate Governance, der betegnes som "soft law" systematisk beskrevet og gennemgået efterfulgt af en løbende analyse, perspektivering og refleksion til selskabet William Demant. I forhold til analysen af William Demant er anvendt selskabets vederlagspolitik, årsrapporter og referater og forslag fremsat af bestyrelsen, som er hentet fra William Demants dokumentbibliotek, samt CVR.dk.

Afsnit 4 behandler den skattemæssige betydning af valget af aflønningsinstrumenter, da valget heraf både har indflydelse på lederen og selskabet. Yderligere undersøger afsnittet, hvorvidt nogle aflønningsinstrumenter er skattemæssigt mere attraktive end andre. Afsnittet benytter sig tilsvarende af en retsdogmatisk metode, hvor gældende skatteret for de enkelte aflønningsinstrumenter systematisk belyses ved brug af skattelovgivningen, samt publikationer fra forskellige advokat – og revisionshuse. Til analyseformål af henholdsvis William Demants valg af motiver i forhold til de præsenterede

aflønningsformer, samt til analysen af de skattemæssige konsekvenser, er der på baggrund af de udledte informationer ved brug af den retsdogmatiske metode, udarbejdet tabeller i Excel. Helt konkret er der valgt en række sammenlignings parametre til en komparativ analyse, som yderligere er anvendt til beregning af et skatteeksempel, der har til hensigt, at undersøge, hvorvidt William Demant vil kunne kompenseres for den manglende fradragsret ved en skattemæssigt attraktiv ordning.

Afsnit 5 tager udgangspunkt i de forgående afsnit vedrørende motiver, dansk og international regulering og skat med henblik på, at behandle den tekniske udformning af en incitamentsordning. Dette gøres ved, at belyse fordele og ulemper ved de præsentationsmål, som ordningen kan baseres på.

1.3.1 Empiri.

Dette afsnit omhandler, hvordan den anvendte empiri i specialet er indsamlet, samt en begrundelse for, hvorfor denne er relevant.

Empirien er indsamlet med udgangspunkt i specialets problemformulering, der omhandler hvilke overvejelser William Demant bør gøre sig forud for etablering af en incitamentsordning, hvorfor dette kræver en indsamling og viden indenfor en række emner: Selskabet William Demant, incitamentsaflønning og motiver herfor, den lovgivningsmæssige ramme en ordning kan etableres indenfor, samt hvilke præsentationsmål ordningen skal baseres på. Viden herom er indhentet gennem transskriberede referater fra selskabets generalforsamlinger, selskabets officielle hjemmeside, vederlagspolitik, dokumenter, samt fremsatte forslag af bestyrelse som selskabet selv har produceret. Ligeledes er selskabets årsrapporter anvendt, som er udarbejdet af det statsautoriserede revisionsselskab Deloitte. Viden omkring incitamentsordninger og motiver er hovedsagligt opnået gennem sekundær litteratur, som er beskrevet i næste afsnit, men i *afsnit 2* er det valgt, at inddrage Nørby Rapporten fra 2001, hvilket er gjort af flere forskellige årsager. Nørby Rapporten er den første rapport om Corporate Governance, og den er blandet andet udarbejdet af Lars Nørby Johansen, som er bestyrelsesformand for William Demant under den samme periode, hvor selskabet er i gang med, at etablere deres ordning. Dernæst er Komitéens nyeste anbefaling tilsvarende anvendt, men begrundelsen for inddragelsen af Nørby Rapporten er, at den indeholder en omfattende mængde af viden omkring definitioner, oprindelse, begreber, perspektiveringer til andres brug af Corporate Governance mv., og i forhold til Komitéens nyeste anbefalinger, så går Nørby Rapporten grundigt i dybden med hver enkelt anbefaling. Anbefalingerne er overordnet set de samme, dog med få revideringer gennem årenes løb og udgør i dag kun fem anbefalinger i forhold til de oprindelige syv, men det skyldes, at nogle af anbefalingerne slået sammen til en. Komitéen for god Selskabsledelse forklarer, (...) *at revision af anbefalingerne er foretaget i lyset af, at der er opstået et behov for en opdatering*

af flere elementer (...) og, at selskaber og interessenter gensidigt har udtrykt et ønske om forenkling af anbefalingerne bl.a. i forhold til selskabs-, regnskabs, revisions- og børsretlig lovkrav, som selskaberne allerede opfylder. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017).

Medlemmerne af Nørby udvalget består foruden af tidligere koncernchef i Group 4 Falck Lars Nørby Johansen, Mads Øvlisen tidligere administrerende direktør og daværende bestyrelsesmedlem i Novo Nordisk, samt Waldemar Schmidt tidligere koncernchef i ISS og Jørgen Lindegaard tidligere topchef i SAS. Siden 2001 er nye medlemmer af Komitéen på skift blevet udpeget af de siddende erhvervs- og vækstministre, og karakteristisk for medlemmer af komitéen er, at de alle er en del af dansk erhvervslivs elite. (CorporateGovernance.dk.) (SDU.dk, 2018) (Corporate Governance, 2016)

Viden omkring den lovgivningsmæssige ramme består hovedsagligt af selskabsloven, årsregnskabsloven, IFRS 2 – aktiebaseret vederlæggelse, samt NASDAQ's regler for udstedere af aktier. Yderligere er komitéens anbefalinger for god selskabsledelse tilsvarende anvendt i *afsnit 3*, fordi Corporate Governance er betegnet som "soft law", men det er valgt fra NASDAQ's side, at inkorporerer disse anbefalinger i deres regler for udstedere. Diverse love er hentet fra retsinformation.dk og suppleret af SKAT.dk, mens IFRS 2 er hentet fra Europa Kommissionens hjemmeside og regler for udstedere af aktier er hentet fra NASDAQ's hjemmeside.

Den juridiske disciplin er ikke et felt som studerende på cand.merc i økonomistyring beskæftiger sig i dybden med og, derfor er der inddraget en del sekundær litteratur, beskrevet i det efterfølgende afsnit til både, at anvende de ovennævnte love som empiri, men også som analyseværktøjer til, at forstå og fortolke materiale, samt til, at udlede et regneeksempel i forbindelse med selskabets fradrag i forhold til de forskellige aflønningsinstrumenter.

1.3.1.1 Litteratur

I dette afsnit vil den væsentligste og mest fremtrædende litteratur, der er anvendt i specialet blive præsenteret, efterfulgt af en begrundelse af valget herfor.

Den anvendte litteratur i specialet er indsamlet gennem litteraturstudiet og består hovedsagligt af artikler fra AAU's egen database, Google Scholar, samt pensum og bøger fra AAU's hovedbibliotek på Langagervej. Der er i afsnit 2 vedrørende motiver for incitamentsaflønning inddraget agentteorien, hvor det er valgt, at anvende artiklen *Agency Theory: An Assessment and Review* af Kathleen M. Eisenhardt fra 1989, som primær ramme for teoriafsnittet 2.1 *Agentteori*. Artiklen er valgt af flere årsager, til dels fordi den giver en bred og grundlæggende forståelse og introduktion til agentteori og dernæst går i dybden med flere grene af agentteori. Forfatteren har en PhD fra Stanford universitet, hvor hun i dag er professor i Management Science and Engineering. I specialets kritikafsnit af agentteorien er artiklen *Economic Theories of*

Organization af professor i sociologi ved Yale Charles Perrow inddraget, samt artiklen "*Dirty Hands*" versus "*Clean Models*" af (Hirsch, Michaels, & Friedman, 1987). Artiklerne er inddraget fordi sociologien giver nogle anderledes og modstridende perspektiver, at anskue mennesket på, som både er kontroversielle og langt fra økonomers måde, at modeller mennesket på. Karakteristisk for forfatterne af ovennævnte artikler er, at de alle er prominente og anerkendte sociologiforskere indenfor deres felt.

Bogen *Aktieløn*, 4. udgave af Erik Banner-Voigt og Søren Rasmussen fra 2009 er anvendt løbende hele specialet igennem. I forhold til afsnittene 3 og 4, der omhandler dansk og international regulering, samt skat er bogen og informationerne herfra krydstjekket med SKAT.dk for, at sikre, at specialet er udarbejdet på et så opdateret og præcis grundlag som muligt. Bogen er udvalgt, fordi den tilsvarende beskæftiger sig med samme områder og emner som dette speciale og giver en god forståelse af det skattemæssige aspekt. Erik Banner-Voigt er cand.merc.jur., og partner i Deloitte og Søren Rasmussen der kommer med en baggrund som statsautoriseret revisor, adjungeret professor og tidligere leder af skatteafdelingen i Deloitte. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009).

Dernæst er bogen *Advanced Management Accounting* af Robert Kaplan og Anthony Atkinson tilsvarende anvendt gennem specialet. Begge forfatter er respekteret og velanset indenfor deres felt og har gennem tiden lagt navn til adskillige artikler og lærebøger indenfor management accounting og har af samme årsag været at finde på pensumlisten i næsten hvert semester. Bogen er til dels valgt ud fra den begrundelse, men også fordi de i bogen præsenterer nogle alternative syn og løsninger på forskellige problemstillinger ved incitamentsaflønning.

Gennem specialet er der anvendt følgende publikationer *IFRS Introduktion til de internationale regnskabsstandards* udarbejdet af Deloitte, *Regnskabshåndbogen 2018* fra PWC, *Incitamentsordninger* af advokatfirmaet Bech Bruun, samt artiklen *Lovgivning om gunstige skatteregler for medarbejderaktier er vedtaget* af advokatfirmaet Kromann Reumert. Disse publikationer er fremhævet, fordi de har været anvendt som den primære ramme i afsnittene 3 og 4, suppleret af artikler og publikationer fra andre revisions – og advokathuse som Ernest & Young, samt BDO. Det er valgt, at benytte ovenstående publikationer, artikler og håndbøger fordi de er udarbejdet af specialister indenfor deres felt.

1.4 Afgrænsning

Aflønningsinstrumenter:

Incitamentsaflønning kan afregnes på mange forskellige måder og i dette speciale er det valgt, at inddrage et udsnit af de mest almindeligt anvendte aflønningsinstrumenter, der bl.a. er angivet i *Vejledning om Vederlagspolitik* (Komitéen for god Selskabsledelse, 2015), samt skyggeaktier, da bestyrelsen ønsker, at afregne heri. De variable aflønningskomponenter, der indgår i specialet kan samles under betegnelsen

aktieløn, hvilket begrundes med, at komponenterne er karakteriseret ved, at risikoen for medarbejderen er begrænset således, at medarbejderen først betaler for aktierne, når komponenterne udnyttes. Der afgrænses i dette speciale fra aflønning med aktier, fordi dette ikke er en særlig hensigtsmæssig aflønningsform for et børsnoteret selskab som William Demant, hvilket skal ses ud fra en incitamentsbetragtning. Aktier skaber ikke de samme incitamenter som optioner eller warrants ville gøre, fordi medarbejderen, der modtager aktierne ville få en betydelig større tabsrisiko. Yderligere ville den potentielle gevinst ved aktierne være væsentligt mindre i forhold til gearede komponenter, som optioner eller warrants. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 155). Aktier beskattes tilsvarende som løn på retserhvervelsestidspunktet, hvilket betyder tidspunktet, hvor medarbejderens overdrages den endelig ret over aktierne, hvilket som beskrevet ikke nødvendigvis er en fordel. (Deloitte, 2014) I forlængelse heraf bør det nævnes, at de incitamenter der skabes i den grad er betinget af, hvordan ordningen er udformet. For unoterede selskaber eller i mindre selskaber med vækstopotentiale, ville man kunne drage fordel af, at aflønne med aktier i stedet for de traditionelle aktiekomponenter, som optioner, warrants, konvertible obligationer og fantomaktier. Til dels vil en aktieordning være lettere for selskaberne, at administrere og for medarbejderen kan det være skattemæssigt attraktivt, at indgå i en aktieordning. Værdien af aktierne vil ikke være af betydning og derfor vil tabsrisikoen hos medarbejderen tilsvarende heller ikke være af betydning. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 155).

Begreberne incitamentsordning, incitamentsprogram, incitamentsaftale, aktiebaseret aflønning anvendes i bred udstrækning gennem hele specialet og har samme begrebsbetydning.

2 Motiv & Adfærd.

Dette afsnit har til formål, at undersøge hvilke motiver, der kunne ligge til grund for William Demants beslutning om, at incitamentsaflønne deres direktion. Indledningsvist vil begrebet Corporate Governance blive introduceret efterfulgt af en beskrivelse af agentteori, hvilket har til hensigt, at belyse årsagen til, hvorfor der er behov for motiver.

Indledningsvist har incitamentsaflønning af topledelse og bestyrelser internationalt spillet en dominerende rolle i Corporate Governance debatten, men fik først sin egentlige begyndelse herhjemme med udgivelsen af Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark i 2001. Der findes en række forskellige definitioner for begrebet Corporate Governance, som på dansk kan oversættes til god selskabsstyring eller god selskabsledelse. Nørby-udvalgets definition kan ses af nedstående citat.

”De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskaber, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets >> interessenter <<). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.” (Nørby Rapporten, 2001, s. 12)

Årsagen til, at incitamentsafslønning har spillet en væsentlig rolle i Corporate Governance debatten skyldes, som det kan ses af ovenstående definition, det spredte ejerskab, hvor ledelses – og ejerrollen er adskilt. Denne interesseproblematik, der særligt er rettet mod børsnoterede selskaber, eller selskaber der sigter mod en fondsbørsnotering, er også bedre kendt som Principal-Agent problematikken og vil blive introduceret i afsnittet herunder. Begrundelsen for, at introducerer denne problematik, skal ses i forlængelse af aktionærernes behov for, at motivere ledelsen til, at handle som ejere.

2.1 Agentteori

Agentteorien omhandler den interessekonflikt, der opstår mellem et selskabs ejere og dets medarbejdere, når beslutningskompetencen og ejendomsrollen adskilles (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 44). Dette gør sig bl.a. gældende, når et selskab vokser udover den enkelte ejer, og en udvidelse af ejerkredsen er nødvendig for, at kunne opfylde selskabets kapitalbehov. Denne moderne form for selskabsstruktur blev genstand for økonomisk forskning i 1960'erne og i begyndelsen af 1970'erne, hvor problemet med risikodeling blev defineret som det problem, der optræder mellem to samarbejdende parter, der hver har forskellige risikopræferencer. Agentteorien bidrog til litteraturen med sin introducering af det såkaldte agentproblem, der optræder mellem samarbejdsparter, der hver har forskellige mål og arbejdsdeling. (Eisenhardt, 1989, s. 58).

Teorien koncentrerer sig om to situationer, hvor forholdet mellem principal og agent gør sig gældende. Den første situation omhandler, når ejerne af selskabet eller bestyrelsen (principalerne) ansætter en direktør eller en topledelse (agenter) til, at varetage ledelsen af virksomheden ud fra principalens interesser. I den anden situation tilfalder rollen som principalen direktøren eller topledelsen, der ansætter mellemledere som agenter til, at varetage ledelsen af virksomhedens decentraliserede afdelinger (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 677).

Det antages indenfor agentteorien, at både agenten og principalen er rationelt tænkende og handlende individer, der til enhver tid vil forsøge, at maksimere egen nytte, ved mindst mulig omkostning (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997, s. 22). Dette giver anledning til en konflikt mellem principalen og agenten, som enten opstår grundet en interessekonflikt eller på grund af ufuldstændig information.

Interessekonflikten, som optræder grundet det før omtalte agentproblem opstår fordi, at principalen har en interesse i, at maksimere virksomhedens markedsværdi grundet egen investering i virksomheden. Agenten leverer med sin arbejdskraft både tid, ressourcer, viden og engagement til virksomheden og har modsat principalen derfor en interesse i, at maksimere sin belønning eller kompensation herfor (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 677-678). Endvidere antages det, at agenten ikke bærer nogen form for moralsk byrden, og information omkring egen villighed, evner og viden enten nedtones eller holdes skjult for principalen i forbindelse med kontraktforhandling. Et fænomen, der også er kendt som *adverse selection*, og som kan have indflydelse på principalens vurdering af resultatet, samt påvirke beslutninger eller handlinger, som principalen ønsker agenten skal fortage (Baiman, 2006, s. 12).

I forhold til risiko kommer interessekonflikten også til udtryk, da det antages, at medarbejderne er risikoavers, hvor ejerne er risikoneutrale. Dette forhold skyldes, at medarbejderne forventes, at have en mindre formue og dermed en manglende risikospredning, hvor det modsatte forhold gør sig gældende for ejerne. Disse antages, at være risikoneutrale grundet deres større formue, og dermed muligheden for at sprede risikoen af deres investeringer. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 45)

Grundet den ufuldstændige information, er det ikke muligt for ejerne af selskabet, at få en klar indsigt i ledelsens daglige færden og gøren, og det medfører at ledelsen i større grad har mulighed for, at varetage egne interesser fremfor selskabets. Dette fænomen betegnes i den økonomiske litteratur som moral hazard problemet og skaber samtidig et behov for principalen for, at kunne overvåge agentens færden og ageren. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 44). Overvågning af agenten vil blive en omkostningsfuld affære for principalen, og desuden vil agenten til enhver tid være i besiddelse af en større indsigt og viden omkring selskabet end principalen. Principalen vil grundet det manglende informationsgrundlag omkring selskabet ikke være i stand til både, at forstå og fortage de optimale vurderinger og beslutninger for selskabet. Forskellen mellem agentens og principalens risikoattituder medføre, at der ikke er sammenfald mellem agenten og principalens interesser, og det skaber det, der i økonomiske litteratur kaldes *Agency Cost*, fordi agenten til enhver tid vil forsøge, at maksimere egen nytte på principalens bekostning (Kaplan & Atkinson, 1998a, s. 678; Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997, s. 22). Overvågning af agenten kan kun fungere som en effektiv kontrolmekanisme, hvis agentens job er enkelt i den forstand, at det er nemt, at måle og observere. Almindeligvis anvender selskabsejerne derfor incitamentsordninger, ved eksempelvis at sætte et eller flere mål for output som agenten skal opnå, før det udløser en kompensation. Hensigten med incitamentsordninger er både, at motivere agenten, samt at skabe et sammenfald mellem agenten og principalens interesser ved, at give

agenten en del af den værditilvækst som agenten selv har været med til, at skabe. På trods af incitamentsordninger lader problemet med kontrol og overvågning af agenten sig vanskeligt løse. Derfor vælger selskabsejerne en bestyrelse til, at varetage deres interesser, men bestyrelsen er hovedsagligt kun involveret i overordnede beslutninger, og det forbliver derfor fortsat en udfordring, at føre kontrol med ledelsens beslutninger og handlinger. I mange tilfælde handler bestyrelsen som agent for selskabsejerne, medmindre bestyrelsesmedlemmerne selv i nogle tilfælde er aktionærer. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 45). Som beskrevet, så kan incitamentet ikke gøre det alene, og eftersom principalen til enhver tid vil forsøge, at begrænse agency cost, så er principalen derfor også nødt til, at pådrage sig nogle overvågningsomkostninger for, at hindre handlinger, der forøger agentens velfærd på bekostning af principalen (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 678). Et almindeligt kendt eksempel på overvågningsomkostninger er årsregnskaber, men disse beretter kun i begrænset omfang om ledelsens beslutning og handling. Agency cost omfatter derfor de samlede omkostninger ved incitamentsordningen, overvågningsomkostningerne principalen pådrager sig ved, at overvåge agenten og omkostninger, der er relateret til ledere der afviger fra, at handle i overensstemmelse med principalens interesser (*Ibid.*).

Agentteorien har udviklet sig i to forskellige retninger, der henholdsvis har forgrenet sig i retningerne positivistisk agentteori og principal-agentteori. De to retninger adskiller sig fra hinanden i deres matematiske præcision og ræsonnement, men er fælles om genstanden for analyse, som er kontrakten mellem principalen og agenten. Desuden deler begge retninger også fælles antagelser om mennesker, organisation og information. (Eisenhardt, 1989, s. 58-59)

Positivistisk agentteori:

Forskere indenfor positivistisk agentteori er hovedsagelig optaget af, det principal-agentforhold, der eksisterer mellem ejere og ledere i større selskaber, samt de situationer, hvor begge parter har modstridende interesser og mål. Positivistisk agentteori beskæftiger sig særligt med de styringsmekanismer, der kan være med til, at begrænse eller reducere agents selviske adfærd, og er mindre matematisk orienteret end principal-agentteorien. De styringsmekanismer, der er identificeret i den positivistiske agentteori er resultatbaserede kontrakter og informationssystemer, som begge har til formål, at hæmme agentens opportunistiske adfærd. Resultatbaserede kontrakter er med til, at skabe interessesammenfald mellem principalen og agenten, og argumentet herfor er, at belønningen for begge parter er afhængige af de samme handlinger. Argumentet for brug af informationssystemer er, at disse til en vis grad kan informere principalen om agentens handlinger, hvilket medvirker til, at

begrænse agentens opportunistiske adfærd, fordi informationssystemerne gør det svære for agenten, at bedrage principalen. (Eisenhardt, 1989, s. 59).

Principal-agentteori:

Principal-agentteori er bredere henvendt mod de principal-agentforhold, der eksisterer mellem arbejdsgiver-medarbejder, advokat-klient, køber-leverandør, samt andre agentrelationer. Karakteristisk for denne teori er grundig specificering af antagelser, efterfulgt af logisk deduktion og matematisk bevisførelse. I modsætning til den positivistiske agentteori er principal-agentteorien mere abstrakt anlagt, hvilket gør teorien vanskeligere, at anvende for forskere indenfor organisationsteori. Modsat positivistisk agentteori, hvor der udelukkende fokuseres på principal-agentforholdet mellem ejere og ledelsen, anlægges der i principal-agentteori et bredere fokus og en større interesse for generelle teoretiske implikationer, samt flere muligheder for, at teste disse.

Den positivistiske agentteori og principal-agentteorien er komplementære i den forstand, at den positivistiske agentteori identificerer forskellige alternativer for kontrakter, mens principal-agentteorien angiver, hvilken kontrakt der er den mest effektive under varierende forudsætninger af usikkerhed, risikoaversion, information og andre variabler. Principal-agentteorien beskæftiger sig med, at bestemme den optimale kontrakt mellem principalen og agenten, og har i den forbindelse særligt fokus på adfærd kontra udfald. Essensen i principal-agentteorien er afvejningen mellem principalens overvågningsomkostninger af agentens adfærd og omkostningerne ved måling af resultaterne, samt den overførsel af risiko, der sker til agenten.

2.1.1 Kritik af Principal-Agent teorien.

Agentteori anses for, at være det dominerende paradigme til, at forklare forholdet mellem principalen og agenten, og finder bred anvendelse indenfor felterne økonomi, regnskab, politisk videnskab, organisationsteori, samt sociologi (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997, s. 20; Eisenhardt, 1989, s. 57), hvilket også har betydet, at teorien har skabt sig en anelig bred skare af kritikere. En af disse er tidligere professor i sociologi ved Yale University Charles Perrow, der siger om agentteori

"I find the formulations regarding human behavior and organizations by the economists to be not only wrong but dangerous." (Perrow, 1986, s. 12)

Det skyldes ifølge Perrow, at agentteoriens tre antagelser om, at (1) individet er rationelt og kun er interesseret i egen nyttemaksimering, (2) relationer er en række af kontrakter eller udvekslinger, der er

styret af konkurrencedygtig egeninteresse og sidst, at (3) overvågning er dyrt og for det meste ineffektivt, hvilket skaber grobund for snyd og egeninteresseret adfærd. (*Ibid.*).

Den første antagelse kritiser Perrow for, at være forkert af den årsag, at rationalitet er begrænset, selv hvis individet befinder sig i en kontekst, der fordre til egeninteresse, så er mennesket ikke i stand til, at maksimerer grundet manglende informationer, og kan ikke forudse udfaldene af årsag-virkningssammenhænge (*Ibid.* s.14). Agentteoriens anden antagelse kritiser Perrow for kun, at fokuserer på agentens opportunistiske adfærd, hvor Perrow mener, at det samme gør sig gældende for principalen og kritiserer samtidig agentteoriens gisning om et uhindret flydende marked for arbejdskraft. Det, at der ifølge agentteorien ikke eksisterer et autoritetsforhold indenfor virksomheder, men kun en række af kontrakter betyder, at hvis principalen snyder, så er agenten fri til, at søge andre steder, men ifølge Perrow så forholder det sig generelt ikke sådan. Derfor antager agentteori, at enhver kontraktoverskridelse skyldes agenten og ikke principalen. Ifølge Perrow, så ville anerkendelsen af et autoritetsforhold kaste lys på det ulige magtforhold, der eksisterer og taget den egeninteresserede adfærd i betragtning, ville det blive indlysende, at principalen har langt større mulighed for, at snyde på agentens bekostning end omvendt. Han kritiserer særligt agentteorien for ikke, at forholde sig til principalens muligheder for, at udnytte agenten ved enten, at bryde kontrakten eller udlade anliggender, der krænker agentens egeninteresse. Dette udelukkende fokus på agentens opportunistiske adfærd omhandler nærmere bestemt adverse selection problematikken, hvor agenten kan misrepræsentere sig selv, sin træning, færdigheder og karakter i forbindelse med jobsøgning, men hvor Perrow klandrer agentlitteraturen herom for, at undlade principalens mulighed for også, at misrepræsentere sig overfor agenten, eksempelvis i forbindelse med vildledning af farlige arbejdsforhold, produktionspres, udstyrskvalitet og tilstrækkelighed, retfærdig supervision, samt agentens potentielle muligheder for advancement. Omvendt vil teoretikere for agentteorien hævde, at såfremt en principal misrepræsentere sig selv, vil det medføre tab af omdømme, samt en begrænset mulighed for, at få potentielle agenter.

“Agency theory appears to be ideologically incapable of keeping an eye on both ends of the contract, and incapable of noting any permanent asymmetry of resources and power stemming from the context.”

(Perrow, 1986, s. 15)

Agentteoriens tredje og sidste antagelse kritiser Perrow for, at være med til, at skabe omgivelser der fordre til en egeninteresseret adfærd og snyd, fordi kontraktforhold skaber nye arbejdsflow, der er med til, at minimere samarbejde og ansvar, ved bl.a. opdeling af opgaver. Kontraktoverskridelser vil blive en realitet

på grund af den egeninteresseret adfærd og kan overtrædes grundet omkostningerne til den ineffektive overvågning. (*Ibid.* s. 12)

Han kalder teoriens antagelser for ekstreme, men finder det mere bekymrende, at teorien dernæst forsøger, at modellere disse antagelser uden brug af empirisk data med det formål, at udlede de mest effektive måder, at skrive og overvåge kontrakter, samt reducere overtrædelserne af disse (*Ibid.*).

Agentteoriens manglende validitet begrundes Perrow med, at teorien ikke adresser nogen klare problemstillinger eller aktuelle begivenheder, der kan undergå empiriske test og derfor heller ikke kan anvendes til, at forklare organisatoriske fænomener, hvilket er et synspunkt, der deles af (Hirsch, Michaels, & Friedman, 1987, s. 317)

I Hirsch, Michaels, & Friedman's artikel "*Dirty Hands*" versus "*Clean Models*" fra 1987 kigger forfatterene nærmere på de fundamentale forskelle, der eksisterer mellem det økonomiske perspektiv og det sociologiske, særligt i forhold til antagelser, teori og forskning, samt politiske anbefalinger. Det økonomiske perspektiv, herunder agentteorien, kritiseres specielt for dets syn på menneskelig adfærd, fordi denne er udledt af antagelsen om det rationelle egeninteresseret individ (*Ibid.* s. 320).

"The problem is that the assumptions underlying the economic model are not only very simple, they are also very strong and wildly unrealistic" (*Ibid.* s. 317)

Forfatterene begrundes ovenstående kritik af det økonomiske perspektivs antagelser om menneskets natur ved, at påpege, at menneskets handlinger er følger af kulturrelateret værdier, og bør ses som flydende og i stand til, at forandres (Hirsch, Michaels, & Friedman, 1987, s. 322). Agentteoriens kalkulerende af individets egeninteresser, som er fri for den kulturelle påvirkning er forkert og urealistisk til, at forudsige individets adfærd og handlinger, fordi handlinger skal forstås gennem de institutionelle strukturer, sociale normer og kulturelle værdier, der former et individs præferencer. Der rettes en generel kritik af økonomiske modeller for ikke, at være valide, hvilket skyldes deres anvendelse af ingen eller meget abstraherede sekundært data, fremfor solid empirisk data. (*Ibid.* s. 323+330).

Tilsvarende som Perrow tilslutter Hirsch, Michaels, & Friedman deres kritik med, at anvendelse af agentteori kan medføre utilsigtet og dysfunktionelle konsekvenser, fordi agentteorien ikke har noget begreb om den empiriske verden, som definerer teoriens modellering af mennesket. Agentteoriens udelukkelse og manglende opmærksomhed på ikke-rationelle elementer af menneskelig adfærd udgør teoriens største svaghed og medfører, at agentteorien betaler en høj pris for sin enkelte og elegante model af menneskelig adfærd i form af empirisk uvidenhed og misforståelser, samt modellens urealistiske anbefalinger. (Hirsch, Michaels, & Friedman, 1987, s. 320).

Andre kritikere som (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997), retter også et fokus på agentteoriens udelukkende fokus på excentrisk motivation og manglende fokus på intrinsisk motivation, hvorfor de

mener, at agenten i virkeligheden søger, at finde en balancegang mellem egne og principalens interesser, hvilket er et synspunkt (Eisenhardt, 1989) tilslutter sig. Dette udelukkende fokus på excentrisk motivation, samt agentteoriens antagelser begrænser teoriens brugbarhed og generaliserbarhed (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997, s. 24+28).

2.2 Motiver for brug af incitamentsordninger

Dette afsnit indeholder en præsentation af de mest gængse motiver for brug af incitamentsaflønnings, efterfulgt af et kritikafsnit for brugen af incitamentsordninger.

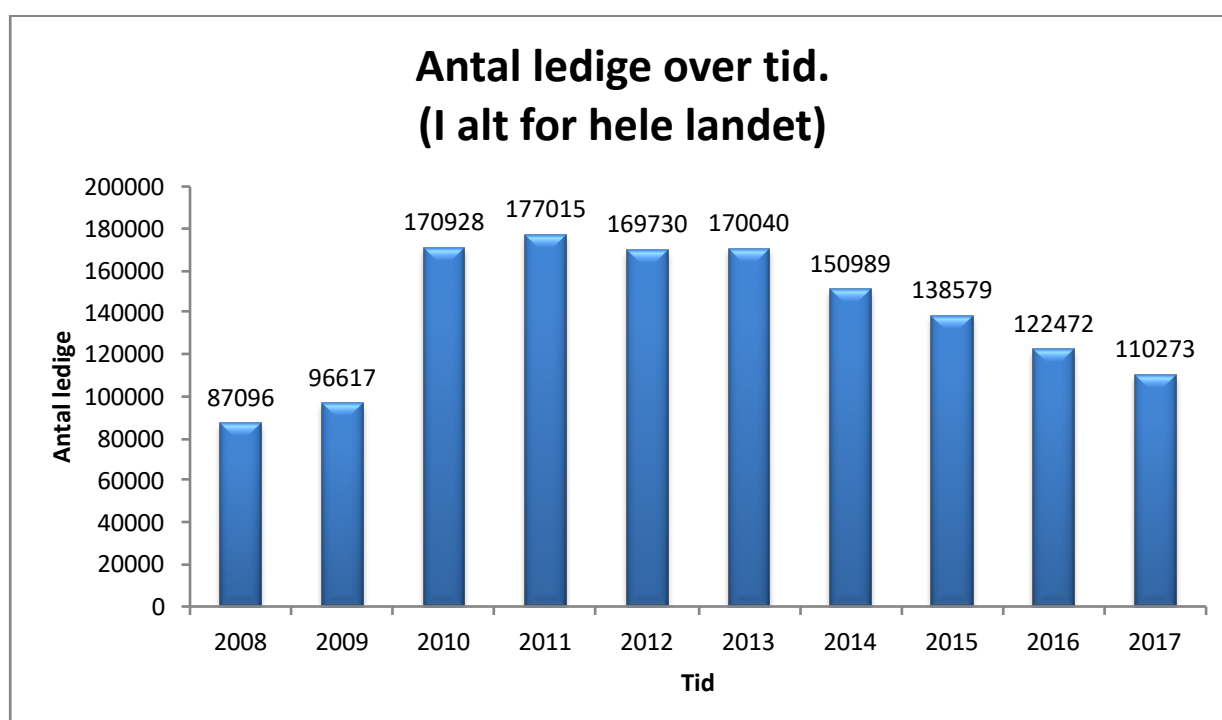
Motiverne er som tidligere beskrevet vigtige, at belyse fordi de er afgørende for det enkelte selskabs udformning af en incitamentsordning. Motiverne, samt de forudgående overvejelser kan der ikke generaliseres blandt, da disse er forskellige fra selskab til selskab, og afhænger af mange forskellige faktorer, heriblandt graden af usikkerhed og risiko selskabet står overfor, tidshorisonten for kritiske beslutninger, hvilken industri selskabet operer i, arten af selskabets forretningsaktiviteter (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 677), samt karakteristikker som selskabets organisationskultur, dets medarbejder – og lønpolitikker. Derfor bidrager litteraturen, samt diverse vejledninger og anbefalinger herom, også med forskellige syn på hvilke motiver, der kan eller bør indgå i et selskabs overvejelser forud for indførelse af en incitamentsordning. Sammenholdes de forskellige syn, fremtræder dog tre gængse motiver, forskellig i skriftlig formulering, men ens i ordlyd, og er sammenfattet herunder. (*Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 42; Kaplan & Atkinson, 1998a, s. 676-677; Nørby Rapporten, 2001, s. 31+40; Komitéen for god selskabsledelse, 2014, s. 21-22*)

1. **Motiv:** Tiltrækning og fastholdelse af dygtige og kompetente ledere og bestyrelsesmedlemmer
2. **Motiv:** Skabe interessesammenfald mellem aktionærer og selskabsledelse
3. **Motiv:** Motivere ledelsen ved, at give resultat- eller præsentationsfremmende incitamenter

Ad 1: Tiltrækning og fastholdelse af dygtige og kompetente ledere og bestyrelsesmedlemmer.

Det første motiv for, at etablere en incitamentsordning kan begrundes i, at William Demant på linje med de fleste andre selskaber konkurrer om arbejdskraft og tilsvarende har et ønske om kun, at ansætte de bedste og mest kompetente medarbejdere. Endvidere bidrager den faldende ledighed, som kan ses af nedstående *Figur 2* til, at intensivere konkurrencen blandt virksomhederne om de bedste kvalificerede medarbejdere. *Figur 2* viser antallet af ledige fra perioden 2008-2017 og i skrivende stund udgør ledigheden 4,3 % af den

registerbaserede opgørelse af arbejdsstyrken, svarende til 110.273 ledige, hvilket ikke er langt fra niveauet i 2008, som blev kaldt faretruende lavt, og bl.a. medførte, at virksomheder var nødsaget til, at skrue ned for produktionen (dr.dk, 2018). I den forbindelse er det derfor ikke svært, at forstille sig, hvor stor en udfordring virksomhederne står overfor, eftersom det med rimlighed kan antages, at ikke alle 110.273 ledige ville besidde de rette kvalifikationer og kompetencer til, at kunne indtræde i en virksomhed som en ledende medarbejder. Det betyder samtidig også for virksomhederne, at de skal kunne præstere attraktive og konkurrencedygtige løn – og ansættelseshvilkår for overhovedet, at kunne gøre sig i konkurrencen om de bedste kvalificeret medarbejdere.



Figur 2 – Ledighedstal over perioden 2008-2017 (Danmarks Statistik)

En måde, at gøre det på er ved, at tilbyde flere penge end konkurrenterne, fordi mennesker er mere tilbøjelige til, at tage et job jo højere lønnen er. Det problematiske aspekt heri er dog, at virksomheder kun kan tilbyde en fast løn op til en vis grad og konkurrenterne vil efterfølgende følge trop og tilbyde en tilsvarende løn. Omvendt er virksomhederne heller ikke interesseret i, at have omkostninger, der er langt højere end konkurrenternes, hvorfor en anden mulighed er, at tilbyde incitamentsaflønnning, men kun under visse forudsætninger som f.eks., at selskabet skal performe bedre. Konkurrenterne vil sandsynligvis følge efter og i så fald kan det blive meget svært for en virksomhed ikke, at tilbyde en incitamentsaflønnning, hvis de vil gøre sig i kampen om, at tiltrække de bedste folk. (Atkinson, Kaplan, Matsumura, & Young, 2012, s. 422)

(Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 48) påpeger, at det oftere er blevet sådan, at det mere er reglen end undtagelsen, at der stilles krav om en incitamentsordning ved job- og lønsamtaler og, at det særligt er de aktiebaseret ordninger, der trækker.

Udover kampen for, at tiltrække kvalificerede medarbejdere er det også blevet en vigtigere prioritet, at sikre fastholdelsen af medarbejdere, fordi det både er dyrt og ressourcekrævende for virksomheden med en løbende udskiftning i medarbejderstaben. Ledende medarbejdere kan være sværere, at udskifte, fordi deres arbejdsopgaver typisk er forbundet med en hel del ansvar og kompleksitet, som kræver en stor viden og erfaringen indenfor. Derfor kan det være en fordel på lang sigt, at sørge for, at ledelsens compensation og incitament fortsat er attraktiv nok til, at fastholde vedkommende.

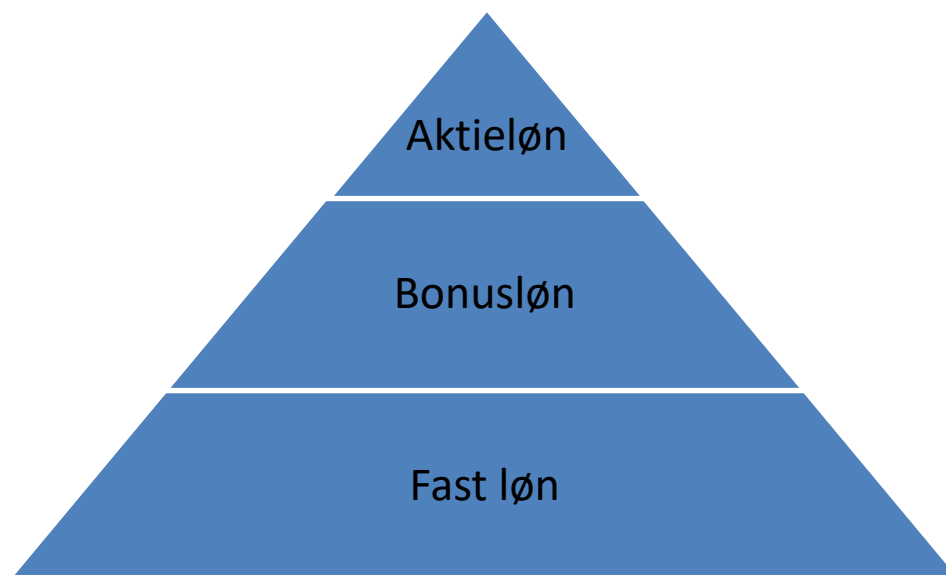
Ad 2: Skabe interessesammenfald mellem aktionærer og selskabsledelse.

I forlængelse af afsnit 2.1 *Agentteori* er dette motiv en konsekvens af ønsket om at skabe interessesammenfald mellem agenten og principalen, da begge parter som nævnt har forskellige mål, interesser og risikopræferencer. Det økonomiske incitament kan tage flere former, enten aktie – eller kontantbaseret og kan tildeles på flere måder. De aktiebaseret aflønningsformer vil blive behandlet i senere afsnit, men grundlæggende giver de muligheden for ejerskab og skaber derfor et incitament hos ledelsen til, at agere som ejere. Det er også muligt, at give en kontantbaseret bonus, som gøres afhængig af kurudviklingen, hvilket ligeledes vil bidrage til, at skabe interessesammenfald mellem medarbejderen og aktionærerne, eftersom medarbejderen får et incitament til, at varetage aktionærernes interesse. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 45).

Ad 3: Motivere ledelsen ved, at give resultat – eller præsentationsfremmende incitamenter

Det tredje motiv for, at incitamentsaflønne handler om, at selskabet ved, at tilbyde resultat – eller præsentationsfremmende incitamenter kan give ledelsen noget, at stræbe efter og motivere dem til, at lægge mere af deres tid og arbejdsindsats i selskabet. (Atkinson, Kaplan, Matsumura, & Young, 2012) Incitamentsordninger bør ifølge (Petersen, 2011) altid udformes med henblik på, at sikre selskabets langsigtede værdiskabelse, hvilket kan gøre det svært, at have øje for den aktuelle performance, hvorfor en løsning kunne være, at kombinere kort – og langsigtede mål for præsentation (Kaplan & Atkinson, 1998). Incitamenter virker ikke, hvis der ikke er sammenhæng mellem ledelsens indsats og aflønningen, men da det ofte ikke er muligt, at identificerer det rette økonomiske incitament eller aflønningsform, som afspejler ledelsens handlinger, kan der alternativt tilbydes en kombination af forskellige økonomiske incitamenter baseret på flere forskellige mål, således ordningen både omfatter kort – og langsigtet fokus. I nedstående

Figur 3 er det illustreret, hvorledes en incitamentsordning udover den faste løn kan bestå af henholdsvis en aktiebaseret løn og en variabel bonusløn. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 46)



Figur 3 – Lønsammensætning, Egen tilvirkning efter (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 46)

2.2.1 Kritik af incitamentsordninger

Blandt litteraturen omkring brugen af incitamentsaflønnings, fremstår en række kritikere, som påpeger, at brugen af incitamentsordninger ingen effekt har for medarbejdernes motivation, og brugen heraf gør mere skade end gavn. (Bukh & Sandalgaard, 2008). En af disse kritikere er Alfie Kohn, der i sin artikel *"Why Incentive Plans Cannot Work"* har opstillet et six-point framework, som opridser seks årsager til, at incitamentsaflønnings ikke virker. Kohn fremhæver i sit første punkt, at belønning ikke er nogen motivationsfaktor og begrundes dette synspunkt ud fra ud fra Herzberg's klassiske motivationsteori, der forklarer, at løn er en hygiejnefaktor og ikke en motivationsfaktor, hvilket betyder, at løn ikke er i stand til, at skabe en motivation i sig selv, men omvendt vil manglende løn være skadende for motivationen. I sit andet kritikpunkt fremhæver Kohn, at belønning kan ende med, at blive opfattet som en straf, fordi straf og belønning blot er to sider af samme mønt (Kohn, 1993, s. 5).

"“Do this and you'll get that” is not really very different from “Do this or here's what will happen to you”"
(Kohn, 1993, s. 5)

Både belønning og straf indeholder et manipulerende element, som er illustreret i ovenstående citat. Såfremt en medarbejder ikke modtager en belønning som denne havde forventet, vil dette tilsvarende skabe en følelse af, at blive straffet.

Ifølge Kohns tredje kritikpunkt reducerer incitamentsaflønning mulighederne for samarbejde, fordi alle forsøger, at udnytte systemet for egen vindings skyld, og ikke til fordel for fælleskabet.

Incitamentsaflønning er en effektiv måde, at ødelægge samarbejde og vidensdeling på, og som i sidste ende vil gå ud over kvaliteten, fordi medarbejderne hele tiden tvinges til, at konkurrerer mod hinanden for anerkendelse og belønning. Teamwork og venskabelig forhold medarbejderne internt imellem vil ligeledes blive ødelagt og erstattet af mistillid, fordi medarbejderne begynder, at se deres kollegaer som konkurrenter og forhindringer mod, at op nå egen succes. (*Ibid.*).

Kohn's fjerde kritikpunkt henleder sig på, at incitamentsaflønning kan medføre, at medarbejderen bliver så fokuseret på belønningen, at koblingen mellem det arbejde og den kvalitet, der lægges i mister sin betydning. Belønningen får et så altoverskyggende fokus, at medarbejderen ignorer betydningen af årsagen til hvordan den opnås, hvilket bl.a. kan medføre, at langsigtede resultater ofres for de kortsigtede resultater. (*Ibid.* s. 6). I forhold til principal-agent problematikken medfører dette en ugunstig situation for selskabet, hvis ikke principalen er i besiddelse af de rette værktøjer, viden og ressourcer til, at overvåge agenten. Ifølge Kohn vil agenten være så fokuseret på belønningen, at denne ikke skyr nogle midler for, at maksimere sin belønning gennem snyd eller ved, at fortage uhensigtsmæssige beslutninger, der er til skade for selskabet på længere sigt. Dette synspunkt deles bl.a. også af (Ordóñez, Schweitzer, Galinsky, & Bazerman, 2009), der påpeger, incitamentsaflønning fremmer en dysfunktionel og uetisk adfærd hos medarbejderens i dennes bestræbelser mod målopfyldelse. Det er særligt i forhold til mål, der er karakteriseret ved, at være specifikke og udfordrende, at medarbejderen er tilbøjelig til, at misrepræsentere sit performance niveau og specielt, når deres faktiske performance niveau er tæt på målet, men lige under. Den ugunstige adfærd kan ligeledes komme til udtryk gennem brug af uetiske metoder for, at nå målet. Eksempelvis når mekanikeren overbeviser kunden om, at vedkommende har brug for unødvendige reparationer på kundens bil, og derefter opkræver betaling for, at mekanikeren derved kan nå et performance mål. (Ordóñez, Schweitzer, Galinsky, & Bazerman, 2009, s. 10).

Ifølge Kohn, så medfører incitamentsaflønning, at agenten bliver mindre tilbøjelig over for risiko, hvilket er omdrejningspunktet for hans femte kritikpunkt. Denne kritik beror sig i, at hvis man gør en medarbejders belønning betinget af målopfyldelse, så fjerner man det kreative element, og medarbejderen bliver mindre tilbøjelige til, at udforske andre muligheder, fordi disse er forbundet med usikkerhed. Belønning fordrer til kassetænkning, fordi al kreativ udfoldelse er forbundet med en risiko, der kan sætte muligheden for belønning over styr. Dernæst påpeger Kohn, at medarbejderen opfatter belønningen som en del af deres

indkomst og eftersom medarbejderen i form af rollen som agenten konstant søger, at maksimerer sin nytte, kan dette være en medvirkende årsag til, at nogle medarbejder udviser en uetisk og endda ulovlig adfærd i jagten på, at opretholde deres nuværende indkomst inklusiv dertilhørende belønninger. (*Ibid.*). Det sjette og sidste kritikpunkt som Kohn fremsætter omhandler medarbejdernes interesse og motivation. Incitamentsaflønning kan ikke erstatte den intrinsiske motivation medarbejdere oplever i forbindelse med deres arbejde, men omvendt kan incitamentsaflønning lige så vel som straf være med til, at underminere den intrinsiske motivation. Modtagelsen af belønningen sender ligeledes et signal til medarbejderen om, hvilke kontrolforanstaltninger principalen har gjort sig for, at fremme en bestemt adfærd hos medarbejderen. Oplevelsen af, at blive kontrolleret kan medføre, at medarbejderen mister interessen for sit arbejde, da udsigten til en belønning bliver det, der driver medarbejderens adfærd. Dernæst kan introduktionen af en belønning også give medarbejderen følelsen af, at siden det er en opgave, der udløser en belønning, skyldes det formentlig, at det er en opgave som medarbejderen ikke har lyst til, at udføre. (Kohn, 1993, s. 7).

Ifølge Kaplan & Atkinson er der i stedet grund til, at se nærmere på forholdet mellem aflønning af ledelsen og organisationens præsentationer, som ikke korresponderer hensigtsmæssigt. Det skal forstås således, at der ikke altid er en sammenhæng mellem aflønningen af ledelsen og de resultater organisationen fremviser. Det er problematisk, at aflønning af ledelsen ikke er knyttet tættere til organisationens resultater og særligt med henblik på, at ledelsen bonus ikke er negativ når det går organisationen dårligt. Kaplan & Atkinson tilføjer i forlængelse til denne problematik, at eftersom der er faktorer som ledelsen ikke har indflydelse og kontrol over, så bør en incitamentsordning tage højde for, at såfremt performancen er dårlig, så vil det ikke medfører urimelige tab for ledelsen og omvendt skal belønning af ledelsen være indenfor rimlighedens grænser, når det går godt for organisationen. Kaplan & Atkinson peger på, at en løsning for den kortsigtede performance belønning kunne være, at etablere en fond, hvor beløbet stiger i år, hvor det går organisationen godt, og omvendt i år, hvor det går organisationen knapt så godt. Ledelsen ville dermed have mulighed for, at trække en andel af det akkumulerede beløb ud hver år. (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 693-694). Dernæst retter Kaplan & Atkinson en kritik mod størrelsen af de belønninger, der gives til ledelsen, særligt indenfor de amerikanske selskaber, har ledelsen mulighed for, at indkasserer bonusser af astronomiske størrelser, hvilket Kaplan & Atkinson mener kan medføre, at motivationen hos organisationens andre medlemmer reduceres. (*Ibid.*).

2.3 William Demants valg af motiver for incitamentsaflønning

I et dokument fra William Demants generalforsamling for den 7. april 2016, kan det udledes, at det er motiverne tiltrækning og fastholdelse af kompetente medarbejdere, samt interessesammenfald mellem aktionærer og ledelse, der vejer tungest. (Generalforsamlingsprotokollat, 2016). Det første motiv,

tiltrækning og fastholdelse af kompetente medarbejdere må anses for, at være et gyldigt motiv for, at indføre en incitamentsordning, taget i betragtning af, at William Demant befinder sig blandt verdens seks største producenter af lydsystemer – og høreapparater, samt er eneste selskab i det danske C20 indeks i 2016, der endnu ikke har etableret nogen form for incitamentsordning af direktionen. Såfremt et selskab af William Demants størrelse, ikke kan præsentere tilsvarende eller bedre former for aflønning af deres direktionen, kan det med rimelighed antages, at selskabet fremover vil få det svært i konkurrencen om den kvalificeret arbejdskraft selskabet har behov for samt, at bibeholde den eksisterende. I forhold til det tidligere omtalte niveau for arbejdsløshed, der nærmere sig det laveste siden før finanskrisen, vil det ligeledes heller ikke være usandsynligt, at forstille sig, at medlemmer af direktionen i William Demant med deres kvalifikationer, vil modtage andre tilbud eller på egen hånd være fristet til, at søge andre steder, hvor der tilbydes en mere attraktiv lønpakke.

Omvendt, kan motivet fastholdelse af kompetente medarbejder være svækket af, at størstedelen af børsnoterede virksomheder tilsvarende anvender incitamentsaflønning og, at det derfor snarere er indholdet og størrelsen af incitamentsordningen, som bliver afgørende.

Det fremgår endvidere af (*Bilag 1*), at bestyrelsen for William Demant ligeledes vægter motivet, at skabe interessesammenfald mellem selskabets ledelse og dets aktionærer. Dette motiv bidrager med en løsning på principal-agentproblematikken, fordi ledelsens får et incitament til, at varetage aktionærernes interesser, hvilket yderligere kan bidrage til, at skabe tillid mellem aktionærer og potentielle nye investorer. Ifølge Corporate Governance kan William Demant yderligere drage nytte af, at det også er mere attraktivt for nye udefrakommende investorer, at investere i et selskab, hvor der er overensstemmelse mellem ledelsens og aktionærernes interesser. Dette motiv bør ligeledes ses i forhold til Figur 1 – Ejerskabsstruktur, der blev præsenteret i indledningen, hvoraf det fremgår, at Oticon Fonden gennem investeringsselskabet William Demant Invest besidder en ejerandel på 55-60% af William Demant Holdning. William Demants bestyrelse tæller 8 medlemmer, hvoraf Peter Foss er næstformand i Oticon Fonden og Thomas Duer er medarbejdervalgt bestyrelsesmedlem i Oticon Fonden. Niels Jacobsen er næstformand i William Demant Invest og forhenværende CEO for William Demant. Oticon Fondens bestyrelse er identisk med bestyrelsen i William Demant Invest, og Oticon Fonden er således repræsenteret med 55-60% af stemmerettighederne, samt med tre bestyrelsesmedlemmer i William Demant Holdning.

2.4 Delkonklusion

Bestyrelsen for William Demant specificere i deres forslag til selskabets generalforsamling, at de ønsker, at etablere en incitamentsordning på baggrund af motiv 1) og 2), *tiltrækning og fastholdelse af kompetente medarbejdere*, samt *forene ledelsens interesser med aktionærernes*. Overensstemmelsen mellem incitamentsordningen og motiverne bag er af afgørende betydning for, at begge parter for mest ud af

ordningen. I forhold til det første motiv om, at ville tiltrække og fastholde kompetente medarbejdere harmonerer dette umiddelbart i overensstemmelse med den virkelighed William Demant befinder sig i, i forhold til markedsposition, arbejdsmarkedet, konkurrence mv., og selskabet er derfor nødt til, at tilbyde en attraktiv lønpakke.

I forhold til motiv 2), forene ledelsens interesser med aktionærerne anvendes dette motiv for, at løse principal-agentproblematikken, men valget af dette motiv kunne også have til hensigt, at styrke Oticon Fondens kontrol med selskabet. Lars Nørby var uafhængig bestyrelsesformand i William Demant under udarbejdelse af forslaget til etableringen af ordningen og er nu i 2018 bestyrelsesformand i Oticon Fonden, mens Niels B. Christiansen på daværende tidspunkt var CEO. Reglerne for bestyrelsesmedlemmernes uafhængighed har været overholdt, men taget i betragtning af, at tre bestyrelsesmedlemmer fra Oticon Fonden sidder på 60% af stemmerne i William Demant kunne det godt formodes, at motiv 2) er valgt med henblik på, at forene ledelsens interesser med Oticon Fondens.

3 Dansk og International regulering.

Motiverne for etablering af en incitamentsordning er afgørende for selve udformningen heraf, derfor vil dette afsnit undersøge den gældende lovgivning, som angiver rammerne herfor. Indledningsvist vil lovgrundlaget, som er dette afsnits genstand for undersøgelse blive præsenteret efterfulgt, af en kort præsentation af tidsbegrebsdefinitioner, som vi blive anvendt gennem hele specialet. Bestyrelsens i William Demants fremsatte forslag vil sideløbende blive analyseret i henhold til det beskrevne lovgrundlaget herunder.

3.1 Lovgrundlag.

Udformningen af incitamentsordninger for selskaber, som William Demant, der er omfattet af regnskabsklasse D, er reguleret fra både dansk og international side, og er af væsentlig betydning både for selskabet og for den enkelte medarbejder. I forhold til lovgrundlaget omkring incitamentsaflønnning, med udgangspunkt i dets nuværende form, er det relevant, at se nærmere på de selskabsretslige bestemmelser, samt gældende danske og internationale regnskabsstandarder, NASDAQ's regler for udstedelse af aktier, hvor sidstnævnte er en oplysningsstander, som har implementeret anbefalingerne for Corporate Governance, der afslutningsvist vil behandles. Disse udgør tilsammen de eksterne rammer for William Demants tekniske konstruering af en incitamentsordning.

3.1.1 Tidsbegrebsdefinitioner

3.1.1.1 Tildelingstidspunktet & Retserhvervelsestidspunktet:

Som hovedregel er retserhvervelsestidspunktet lig med tildelingstidspunktet, med mindre der ved tildelingen er knyttet betingelser af suspensiv karakter, hvorved retserhvervelsestidspunktet anses for udskudt til det tidspunkt, hvor betingelserne er opfyldt. (SKAT.dk, 2017).

Tildelingstidspunktet defineres, som det tidspunkt "*(...) hvor medarbejderen accepterer, at yde en arbejdsydelse mod, at modtage aktieløn*". (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 368). Tildelingstidspunktet kan også defineres som tidspunktet, hvor generalforsamlingen eller bestyrelse, såfremt denne er bemyndiget til, at træffe beslutning herom beslutter, at der skal tildes aktier, køberetter eller tegningsretter (SKAT.dk, 2017). Det forudsættes, at udnyttelseskursen er kendt eller kan beregnes. Fastlæggelse af de kontraktlige forhold vedrørende komponentets løbetid sker tilsvarende på tildelingstidspunktet. Eksempelvis hvis der tildeles 100 ubetingede optioner til en medarbejder pr. 1. januar over de næste fem år, så fastsættes udnyttelseskursen til aktiernes markedskurs den 1. januar i hvert af de fem år, og derved anses optionerne først for tildelt den 1. januar i hvert af de fem år. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 368).

Betingelser af suspensiv karakter kan være, hvis der ved tildelingen eller udnyttelsen er knyttet betingelser, som eksempelvis i William Demant tilfælde, hvor der er et krav om ansættelse i optjeningsperioden på tre år. Det betyder, at retserhvervelsestidspunktet udskydes til det tidspunkt, hvor betingelserne opfyldes, som er den dato, hvor medarbejderne omfattet af ordningen har været ansat i selskabet i tre år. Andre betingelser af suspensiv karakter, kan være krav om opfyldelse af regnskabsmæssige eller personlige mål også kaldet ikke-markedsbaserede betingelser. (*Ibid.*).

3.1.1.2 Udnyttelsesperioden

Efter medarbejderen har optjent ret til udnyttelse af aktieinstrumentet, kan dette almindeligvis ske inden for en kortere periode. I de perioder, hvor medarbejderen kan udnytte aktieinstrumentet, skal der tages højde for de selskabsretslige regler bl.a. anmeldelse til Erhvervs – og Selskabsstyrelsen, samt eventuelle børsretslige regler. Af samme årsag opereres der i praksis med en eller to årlige tegningsperioder af 2-6 uger. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 66)

De børsnoterede selskaber har egen interne regler for medarbejdernes handel med aktier, og oftest har medarbejderne mulighed for, at handle aktier indenfor en periode på 6 uger efter regnskabsmeddelelse, medmindre medarbejderen er i besiddelse af specifik insider viden. Bliver aflønningsinstrumentet ikke udnyttet indenfor udnyttelsesperioden forældes instrumentet. Af administrative årsager bliver alle

meddelelser om udnyttelse i en udnyttelsesperiode først effektueret den sidste dag i udnyttelsesperioden. (*Ibid.*).

3.1.1.3 Udnyttelsestidspunktet

Udnyttelsestidspunktet er tidspunktet, hvor medarbejderen enten køber eller tegner aktier. For aktieoptioner og andre tegningsretter gælder, at disse som udgangspunkt beskattes på udnyttelsestidspunktet, medmindre disse er omfattet af en skattebegunstiget ordning, behandlet nærmere i senere afsnit 4. *Skat*. Forskellen mellem udnyttelseskursen og aktiernes markedskurs på udnyttelsestidspunktet udgør gevinsten og denne beskattes som løn. (Deloitte, 2014)

3.1.1.4 Udnyttelseskurs

Udnyttelseskursen er den på forhånd fastsatte pris, som aktien kan købes eller sælges til, og har en væsentlig betydning for størrelsen af gevinsten, samt de incitamenteffekter der skabes. Det skyldes fastlæggelsen af udnyttelseskursen i forhold til aktiekursen på tildelingstidspunktet, samt hvorvidt denne skal forblive fast, opskrives med en fastprocentsats eller knyttes til et markedsindeks i løbetiden. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2010). Bestyrelsen kan også i nogle tilfælde foretage en nedjustering af udnyttelseskursen, men generelt er det ikke anbefalelsesværdigt, fordi det kan bære præg af tilfældighed, samt indikere, at bestyrelsen ønsker, at regulere og kontrollere medarbejdernes løn. I tilfælde, hvor aktiemarkedet oplever større kursfald kan det være relevant, at bestyrelsen foretager en nedjustering af udnyttelseskursen for, at genskabe incitamenterne ved en aktielønsordning. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009). En højere udnyttelseskurs i forhold til aktiekursen vil medføre, at værdien for den enkelte aktieoption bliver lavere, hvilket giver et større incitament hos modtageren eller ledelsen til, at tage risiko. Omvendt vil en lavere udnyttelseskurs i forhold til aktiekursen medføre en højere værdi af aktieoptionen, hvilket vil reducere ledelsens incitament til, at foretage risiko. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2010).

3.1.2 Selskabsretslige bestemmelser

For et børsnoteret selskab som William Demant involverer beslutningen om, etablering af en incitamentsordning en række selskabsretslige overvejelser, hvor de eksterne rammer i forhold til vedtagelsen, udstedelsen og tildelingen er reguleret i selskabsloven § 138.

”Medlemmer af et kapital-selskabs ledelse kan lønnes med fast eller variabelt vederlag. Vederlaget må ikke overstige, hvad der anses for sædvanligt efter hvervets art og arbejdets omfang, samt hvad der må anses

for forsvarligt i forhold til kapitalsekskabets og, i moderselskaber, koncernens økonomiske stilling.”

(Selskabsloven, 2015, s. § 138)

Selskabsloven § 138 giver med sin nuværende formulering selskaberne en betydelig frihed i forhold til den tekniske konstruering, dog indeholder bestemmelsen et forsvarligheds-kriterium, som bør iagttages. Forsvarligheds-kriteriet omhandler to forhold med hensyn til vederlagets størrelse og vurderingen heraf kan tage udgangspunkt i sammenlignelige selskabers udbetalingspraksis. Det første forhold retter sig mod det enkelte ledelsesmedlems indsats, som denne yder selskabet, hvor vederlaget ikke må overstige (...) *hvad der anses for sædvanligt efter hvervets art og arbejdets omfang* (...). Det betyder med andre ord, at vederlagets størrelse ikke må overstige mere end, hvad lignende personer i sammenlignelige selskaber, ville modtage for lignende ydelser. Det andet forhold er rettet mod selskabet, der ikke må yde vederlag, der overstiger (...) *hvad der må anses for forsvarligt i forhold til kapitalsekskabets og, i moderselskaber, koncernens økonomiske stilling*. (...). Heri lægger, at uanset, hvor værdifuld en ydelse selskabet syntes, at modtage fra et ledelsesmedlem, så må vederlaget ikke overstige mere end, hvad selskabet har råd til. (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2010).

I tillæg til selskabslovens § 138, der udgør den overordnede ramme for incitamentsaflønning af ledelsesmedlemmer, indkredser § 139 rammerne yderligere for aktieselskaber. Bestemmelsen omhandler de overordnede retningslinjer, der skal gå forud for etableringen af incitamentsordningen.

”Inden et aktieselskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, indgår en konkret aftale om incitamentsaflønning af et medlem af selskabets ledelse, skal kapitalsekskabets øverste ledelsesorgan have fastsat overordnede retningslinjer for kapitalsekskabets incitamentsaflønning af kapitalsekskabets ledelse. Retningslinjerne skal være behandlet og godkendt på kapitalsekskabets generalforsamling.” (Selskabsloven, 2015, s. § 139 stk. 1)

Af selskabslovens første kapitel fremgår det, at det øverste ledelsesorgan enten kan være en bestyrelse eller et tilsynsråd, afhængig af hvilken ledelsesstruktur der er valgt. Ledelsesstrukturen i William Demant er en bestyrelse, der har til opgave, at varetage den overordnede og strategiske ledelse, hvilket blandt andet indebærer ansættelse, ansættelsesvilkår og aflønning af direktionen. Der sondres mellem fast og variabel aflønning, hvor fast aflønning referer til den kontante månedsløn, hvilket ikke er omfattet af bestemmelsen. Incitamentsaflønning som anført i § 139 omhandler variabel aflønning, herunder aktieaflønning og ikke-aktiebaserede bonusordninger, hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd. (Andersen & Andersen, 2018).

Dernæst er det værd, at bemærke, at for aktieoptioner, fantomaktier, præsentations – og fastholdelsesbonus, der ikke er særskilt reguleret i lovgivningen og derfor som udgangspunkt ville kunne etableres uden en generalforsamling tilsvarende er omfattet af § 139. I og med, at bestemmelsen gælder for selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, skal enhver form for incitamentsaflønnning af medlemmer af ledelsen bygge på de generalforsamlingsgodkendte retningslinjer. (*Ibid.*). Medlemmer af ledelsen, som ikke er medlem af direktionen er ikke omfattet af bestemmelsen i § 139 jf. selskabslovens § 5 pkt. 20.

For det øverste ledelsesorgan, bestyrelsen for William Demant, indebærer selskabslovens § 139, at denne skal udarbejde overordnede retningslinjer, som efterfølgende skal behandles og godkendes af generalforsamlingen inden, bestyrelsen kan indgå en aftale om incitamentsaflønnning af direktionen. Efter de overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning af kapitalselskabets ledelse er godkendt på generalforsamlingen, skal der jf. § 139 stk. 2 foretages en ændring i selskabets vedtægter, indeholdende en bestemmelse der oplyser, at retningslinjerne for incitamentsaflønnning af ledelsen er vedtaget. Det ses af William Demants vedtægter, at en sådan bestemmelse er optaget, der oplyser om, at selskabet har udarbejdet de overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning og, at disse er godkendt på generalforsamlingen den 7. april 2016. (Vedtægter for William Demant Holding A/S, 2016). Godkendelsen af retningslinjerne kræver ikke særskilt vedtagelse, men blot simpelt stemmeflertal, medmindre der fremgår andet af selskabets vedtægter. De godkendte retningslinjerne skal offentliggøres på selskabets hjemmeside hurtigst muligt. Bestemmelsen i stk. 2 har til formål, at sikre, at investorer, samarbejdspartnere og andre interessenter har mulighed for gennem selskabets vedtægter, samt ved offentliggørelse af retningslinjerne på selskabets hjemmeside, at få indsigt i, hvorvidt selskabet har godkendt retningslinjer for incitamentsaflønnning af ledelsen, samt med angivelse af hvornår med henblik på, at sikre, at det er de til hver tid gældende retningslinjer, der fremgår af selskabets hjemmeside. (*Ibid.*) Konkrete aftaler om incitamentsaflønnning af medlemmer af kapitalselskabets ledelse kan tidligst indgås dagen efter de gældende og godkendte retningslinjer herom er offentliggjort på selskabets hjemmeside jf. § 139 stk. 3. Det præciseres yderligere i stk. 3, at ved indgåelse af konkrete aftaler om incitamentsaflønnning af et eller flere medlemmer af kapitalselskabets ledelse skal de gældende og godkendte retningslinjer overholdes. Bestemmelsen i stk. 3 har til formål, at sikre, at såfremt generalforsamlingen beslutter, at ændre i de tidligere godkendte retningslinjer, så vil der ikke kunne indgås nye incitamentsaftaler i henhold til både de tidligere gældende retningslinjer og de nye godkendte retningslinjer. Nye incitamentsaftaler vil derved tidligst kunne indgås dagen efter offentliggørelsen af de nye godkendte retningslinjer på selskabets hjemmeside. Stk. 3 tilskynder derved selskabet til

offentliggørelse af retningslinjerne hurtigst muligt, samt sikre åbenheden omkring retningslinjerne overfor nuværende og potentielle investorer, samarbejdspartner og andre interessenter. Ligeledes har bestemmelsen i stk. 3 til formål, at sikre overholdelsen af bestemmelserne i stk. 1 og 2. (*Ibid.*)

De overordnede retningslinjer, der jf. selskabslovens § 139 skal vedtages forud for etableringen af en incitamentsordning fremgår ikke særskilt nogen steder på William Demants hjemmeside. Det fremgår dog af selskabets vedtægter, deres Corporate Governance rapport fra både 2016 og 2017, samt diverse børsmeddelelser og referatet fra generalforsamlingen d. 7. april, at selskabet har vedtaget og godkendt overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning, og at disse skulle være tilgængelige på Demant.com fra 9. marts 2016. Det er ikke lykkedes undertegnet, at finde skyggen af offentliggørelse af selskabets overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning eller vederlagspolitik i offentliggjorte dokumenter for sig. I en gennemgang af William Demants Document Library, med en søgning på alle dokumenter fra 2016 er *Bilag 1* fundet, som er et forslag fremsat af bestyrelse, der både indeholder selskabets vederlagspolitik og deres overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning. Referat for generalforsamlingen d. 7 april bekræfter, at vederlagspolitikken er blevet revideret og de overordnede retningslinjer er vedtaget. (William Demant Holding A/S, 2016)

Bestemmelsen i § 139 er lige akkurat opfyldt, da William Demant har vedtaget overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning, samt jf. stk. 2 tilføjet en bestemmelse i deres vedtægter, der oplyser om, at sådanne retningslinjer er vedtaget og godkendt. Økonomi – og Erhvervsministeren opfordrede i tilknytning til bestemmelsens gennemførelse Komitéen for god Selskabsledelse til, at udforme en vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning, for børsnoterede selskaber, at anvende. Ifølge vejledningen, bør følgende elementer, 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.* (Komitéen for god Selskabsledelse, 2013)

Overordnet set fremgår ingen af de ovenstående elementer fyldestgørende af William Demants overordnede retningslinjer, der kan ses af *Bilag 1*. Dog fremgår det, at bestyrelsen kan tilbyde bestemte medlemmer af direktionen et variabelt kontant vederlagskomponent, men det er ikke specificeret til hvilke medlemmer,

eller hvilket variabelt kontant vederlagskomponent, der er tale om. I William Demants lønnote for årsregnskab 2017, se *Bilag 2*, fremgår det endvidere, at CEO Søren Nielsen og CFO René Schneider, er omfattet af ordningen og, at det variable kontante vederlagskomponent, der er tale om er skyggeaktier. Hovedbetingelserne for ordningens opfyldelse fremgår heller ikke tydeligt af *Bilag 1* udover, at ordningen er forbundet med selskabets kursudvikling. I *Bilag 2* kan det ses, at ordningen har ”vesting condition”, som betyder, at der er forbundet optjeningsbetingelser herved, som bl.a. indebærer, at deltagerne skal have været ansat i William Demant i mindst tre år for, at være berettiget til skyggeaktier. Ligeledes fremgår den anslået nutidsværdi heller ikke af *Bilag 1*, men det ses af årsregnskabet for 2017, at de skyggeaktier, som optjenes har en værdi svarende til et bestemt antal månedslønne og, at dagsværdien er bestemt ud fra tidspunktet for tildeling.

3.1.3 Gældende regnskabstandarder

Den regnskabsmæssige behandling af incitamentsordninger er ikke særskilt reguleret i dansk lovgivning, med undtagelse af kravet i årsregnskabsloven vedrørende oplysninger om incitamentsordninger, som er at finde i lønnoten til årsregnskabet, der kan suppleres af Regnskabsvejledning 20 omhandlende aktiebaseret vederlæggelse med egne aktier. For børsnoterede selskaber som William Demant, er der krav om aflæggelse af årsregnskab i henhold til de internationale regnskabsstandarder IFRS’er, hvorfor Regnskabsvejledning 20 ikke vil indgå i underafsnittene herunder. Ligeledes skal selskaber som William Demant, der er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen fortage en rapportering af aktieløn, der skal ske i overensstemmelse med NASDAQs *Regler for udstedelse af aktier*. Reglerne er udstedt med udgangspunkt i kapitalmarkedslovens § 75, der trådte i kraft den 3. januar 2018, som erstatter værdipapirhandelsloven, der samtidig ophæves. (NASDAQ OMX Copenhagen, 2016)

3.1.3.1 Årsregnskabsloven (ÅRL)

Årsregnskabsloven er en såkaldt rammelov og indeholder ikke nogen form for særskilt regulering, der præciserer, hvorledes incitamentsaflønning skal indregnes og præsenteres i årsregnskabet. Årsregnskabslovens afsnit IX indeholder en række bestemmelser, der pålægger alle børsnoterede selskaber, at aflægge regnskab efter de internationale regnskabsstander, udstedt af IASB (International Standard Accounting Board), herunder IFRS 2. Dernæst indeholder årsregnskabsloven § 98 b en oplysningspligt om særlige incitamentsprogrammer, mens § 93 omhandler oplysninger om forpligtelser. Sidst nævnte oplysningskrav vil kunne opfyldes ved anvendelse af reglerne der følger af IFRS 2.

For aktiebaserede aflønningsformer, der egenkapitalafregnes, er der ikke noget krav om, at værdien heraf skal indregnes i årsregnskabet, men omvendt, hvis selskabet vælger, at gøre det vil det fortsat være indenfor lovens rammer, indregningen skal blot gøres i henhold til reglerne i IFRS 2. For kontantordninger, forholder det sig anderledes, eftersom disse udgør en pligt for selskabet, at afholde og disse skal derfor altid indregnes som en forpligtelse. (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 516). Konvertible obligationer er også karakteriseret som en aktiebaseret aflønningsform, men indregnes som en gældsforpligtelse i årsregnskabsloven. Langfristet, hvis obligationens løbetid overstiger mere end et år og kortfristet, hvis obligationens løbetid er under et år. (*Ibid.* s. 816)

ÅRL § 98 b.

Omhandler oplysninger, om selskabernes samlede beløb til lønninger og vederlag mv., der tildeles til bestyrelsen og direktionen mfl., samt informationer om incitamentsordninger. William Demant tilhører regnskabsklasse D, og kan derfor jf. ÅRL § 106 ikke undtages fra, at give de anførte oplysninger, der fremgår af § 98 b, stk. 1.

" (...) Er der fastsat særlige incitamentsprogrammer for medlemmer af ledelsen, skal det oplyses, hvilken kategori af ledelsesmedlemmer programmet gælder for, hvilke ydelser programmet omfatter, og hvad der er nødvendigt for at kunne vurdere værdien heraf. (...)" (Årsregnskabsloven, 2015, s. § 98 b, stk. 1.)

Oplysningerne skal gives fordelt på, hvert ledelsesorgan og indeholde information om de ydelser programmet omfatter, samt informationer, der anses nødvendige for, at kunne vurdere værdien heraf. Årsregnskabsloven angiver ikke nærmere om, hvilke oplysninger, der anses relevant for, at kunne vurdere værdien heraf. (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 517). Regnskabsvejledning 20 (RV 20) gælder, som nævnt ikke længere for selskaber der er overgået til IFRS (Christensen & Nielsen, 2012, s. 71-74, PriceWaterhouseCoopers, 2009, s. 329), men både RV 20 og IFRS 2 indeholder en række krav, som selskaberne kan supplere oplysningsforpligtelsen i § 98 b med. Yderligere skal oplysningerne forsynes med sammenligningstal for det forgående år (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 352). Bestemmelsen omfatter både ordninger, der afvikles ved enten kontant betaling eller i form af aktiebaserede instrumenter som aktier, warrants, aktieoptioner mfl., for medlemmer af direktionen. Ledende medarbejder, som ikke indgår i direktionen er ikke omfattet af § 98 b, jf. selskabslovens § 5 pkt. 20.

ÅRL § 93.

§ 93 gælder for regnskabsklasse C, samt koncernregnskaber jf. § 126 pkt. 8 og omhandler notekravet for selskaber, som har udstedt konvertible obligationer, samt andre rettigheder, som aktieoptioner eller warrants, der vil kunne medføre afgang af eksisterende eller udstedelse af nye kapitalandele i selskabet jf. § 98, stk 2.

”Har virksomheden optaget lån mod udstedelse af konvertible gældsbreve, skal der for hvert lån angives det udestående beløb, ombytningskursen, den fastsatte frist for ombytning til kapitalandele og eventuelle øvrige rettigheder, som er knyttet hertil. Er der optaget lån mod obligationer eller mod andre gældsbreve med ret til rente, hvis størrelse helt eller delvis er afhængig af det udbytte, som virksomheden deklarerer, eller af årets overskud, skal der for hvert lån angives det udestående beløb samt den aftalte forrentning.”

Oplysningspligten, der fremgår af ovenstående Jf. § 93 gælder for udstedelse af konvertible obligationer, warrants og andre lignede rettigheder og medfører, at selskabet i noterne skal oplyse for hvert instrument, det udestående beløb, ombytningskursen, frist for ombytning til kapitalandele, samt hvilke øvrige rettigheder, der er tilknyttet.

Årsregnskabsloven behandler som udgangspunkt konvertible obligationer som en forpligtelse, og forholder sig kun til fordringen og ikke konverteringsretten eller egenkapitalinstrumentet. Modsat årsregnskabsloven, gælder der for sammensatte finansielle instrumenter, som eksempelvis konvertible obligationer, at disse skal opdeles i deres bestanddele og klassificeres som henholdsvis finansielle forpligtelser og egenkapital. Erhvervsstyrelsen har tilkendegivet, at den del af den konvertible obligation, som udgør egenkapitalelementet kan indregnes som egenkapital, så længe det ikke har nogen indflydelse på selskabskapitalen. (Deloitte, 2013, s. 316).

3.1.3.2 IFRS 2

Siden 2005 har alle kapitalselskaber, med aktier optaget til handel på et reguleret marked eller multilaterale handelsfaciliteter i Europa, skulle aflægge koncernregnskab i overensstemmelse med IFRS (International Financial Reporting Standards), der udarbejdes af IASB.

William Demant blev børsnoterede i 1995, og har derfor siden 2005 aflagt koncernregnskab efter IFRS'erne, Incitamentsordninger er omfattet af IFRS 2, der omfatter aktiebaseret vederlæggelse, og som er en standard, hvis anvendelsesområde rækker udover aktieløn til ledelsen.

IFRS 2 omhandler aktiebaseret vederlæggelse, der ydes som vederlag til enten ledelse, medarbejder, leverandør m.fl., af et selskab, en aktionær, et moderselskab eller et andet koncernforbundet selskab. Aktiebaseret vederlæggelse omfatter som beskrevet tidligere alle former for egenkapitalinstrumenter, som aktier, aktieoptioner, warrants m.fl., udstedt af selskabet. Derudover anses kontante udbetalinger, hvis

beløbsmæssige størrelse er afhængig af den fremtidige markedskurs på selskabets aktier eller udviklingen heraf, eksempelvis fantomaktier, også som aktiebaseret vederlæggelse. (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 516).

IFRS 2 omfatter ikke aktiebaseret vederlæggelse i forbindelse med køb af selskaber, som er transaktioner, der er omfattet af IFRS 3. Ligeledes omfatter IFRS 2 heller ikke egenkapitaltransaktioner som køb og salg af egne aktier, der er omfattet af IAS 32. Sondringen mellem, hvorvidt en transaktion er omfattet af IFRS 2 eller IAS 32 kan vise sig vanskeligt i nogle tilfælde. Særligt i tilfælde, hvor selskabets egenkapitalinstrumenter optræder som en del af den samlede betaling fremfor et vederlag, som er ydet mod en specifik ydelse. IAS 32 sondre anderledes i forhold til gæld og egenkapitalinstrumenter, hvorfor klassificeringen af transaktionen indenfor den korrekte standard er afgørende. (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 518)

IFRS 2 skelner mellem tre typer af aktiebaserede aflønningsordninger, der klassificeres som enten egenkapitalordninger, kontantordninger eller en valgfri ordning, som har betydning for den regnskabsmæssige behandling. (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 329)

Egenkapitalordning	Selskabet betaler medarbejderen eller leverandøren for ydelser til selskabet eller selskaber indenfor samme koncern med egenkapitalinstrumenter i form af aktier, aktieoptioner, warrants eller lignende. (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 330)
---------------------------	--

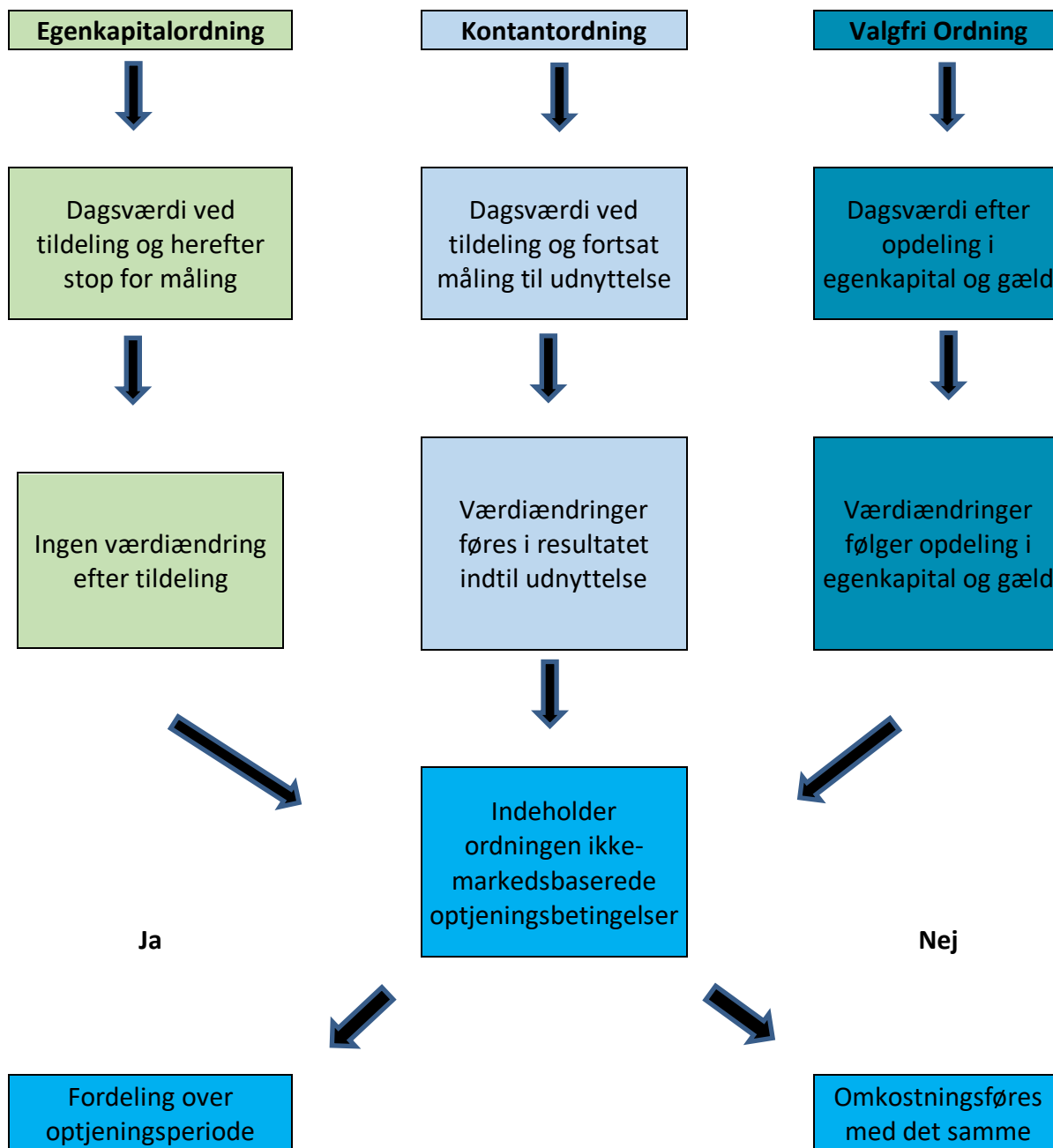
Kontantordning	Selskabet betaler kontant for ydelser fra medarbejdere eller leverandører til selskabet eller selskaber indenfor samme koncern. Beløbets størrelse er bestemt ud fra kursen eller kursudviklingen på selskabets aktier eller andre egenkapitalinstrumenter, som eksempelvis fantomaktier. (<i>Ibid.</i>)
-----------------------	--

Valgfri ordning	Giver den ene af partnerne en ret til, at vælge, hvorvidt betalingen skal ske med egenkapitalinstrumenter eller kontant (<i>Ibid.</i>).
------------------------	---

Klassifikationen af ordningen har tilsvarende betydning for størrelsen (målingen) og fordelingen af omkostningerne i resultatopgørelsen. (Deloitte, 2013, s. 38). IFRS 2 anlægger det generelle princip, at indregning af den aktiebaseret aflønning skal ske til dagsværdi, uanset om udbetalingen til medarbejderen sker med egenkapitalinstrumenter eller kontantafregnes. Indregningskravet, der følger af IFRS 2 afsnit 7 lyder således;

”En virksomhed skal indregne varer eller tjenesteydelser, som modtages eller anskaffes mod aktiebaseret vederlæggelse, når virksomheden modtager varerne, eller efterhånden som tjenesteydelserne leveres. Virksomheden skal indregne en tilsvarende forøgelse af egenkapitalen, hvis varerne eller tjenesteydelserne blev anskaffet ved aktiebaseret vederlæggelse afregnet i egenkapital, eller en forpligtelse, hvis varerne eller tjenesteydelserne blev anskaffet ved aktiebaseret vederlæggelse med kontantafregning.” (IFRS 2 pkt. 7)

Det følger af ovenstående citat, at virksomheden skal indregne omkostningerne ved den aktiebaseret vederlæggelse i takt med levering af ydelserne fra henholdsvis ledelsen, medarbejderen eller leverandøren. Som udgangspunkt skal omkostningerne efter IFRS 2 indregnes i resultatet og eventuelt henover en optjeningsperiode. Modposteringen skal, hvis der er tale om en egenkapitalordning indregnes som en egenkapitalpostering, mens modposteringen for kontantordninger skal indregnes som en forpligtelse. (Deloitte, 2013) Nedstående *Figur 4* illustrer den regnskabsmæssige behandling af de tre ordninger.



Figur 4 – Regnskabsmæssige behandling af ordningerne (Deloitte, 2013, s. 37)

Det fremgår af henholdsvis ovenstående citat fra IFRS, afsnit 7, samt ovenstående *Figur 4*, at den første indregning for samtlige ordninger sker til dagsværdi, men som tidligere nævnt kan aktiebaseret vederlæggelse være betinget af en række optjeningsbetingelser (vesting conditions), samt ikke-optjeningsbetingelser (non-vesting conditions). (Deloitte, 2013). Disse kan have en afgørende betydning for indregningen og målingen af den aktiebaseret vederlæggelse, hvorfor disse betingelser vil blive redegjort for herunder.

IFRS skelner mellem optjeningsbetingelser og ikke-optjeningsbetingelser, hvor optjeningsbetingelser yderligere kan inddeles i henholdsvis arbejdsbetingelser, samt resultatbetingelser, der enten kan være markedsbaseret eller ikke markedsbaseret. Betingelserne er illustreret herunder i

Tabel 1

	1. Optjeningsbetingelser			2. Ikke - optjeningsbetingelser		
	1.1 Arbejdsbetingelser	1.2 Resultatbetingelser		Betingelser uden for både selskab og medarbejderens kontrol	Betingelser under medarbejderens kontrol	Betingelser under selskabets kontrol
		1.2.1 Markedsbaseret	1.2.2 Ikke- markedsbaseret			
Eksempler	Fuldførelse af en bestemt arbejdsperiode	Opnåelse af en bestemt aktiekurs	Vellykket børsnotering og fuldførelse af en bestemt arbejdsperiode	Opnåelse af en bestemt udvikling i et vareprisindeks	Indbetaling af en del af lønnen til en aktieoptionsordning	Videreførelse af ordningen
Indkluderes i dagsværdien på tildelings-tidspunktet?	Nej	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja

Tabel 1 – Optjeningsbetingelser (Deloitte, 2013, s. 41)

Optjeningsbetingelserne som fremgår af ovenstående

Tabel 1 kan enten være arbejdsbetingelser eller resultatbetingelser.

Arbejdsbetingelser er ofte relateret til et krav om, at medarbejderen skal være ansat i selskabet under optjeningsperioden, hvor det eksempelvis i forslaget fra bestyrelsen i William Demant er forslået, at denne periode skal være på tre år, hvilket kan ses af *Bilag 2* Med andre ord betyder det, at medlemmerne af direktionen i William Demant skal være ansat i tre år fra tildelingstidspunktet for, at kunne erhverve den endelig ret til egenkapitalinstrumenterne, såfremt en egenkapitalordning var foretrukket.

Resultatbetingelser kan enten være *markedsbaserede* eller *ikke-markedsbaserede*, hvor et eksempel på markedsbaserede betingelse kan være, at aktiekursen skal stige med en bestemt procent over optjeningsperioden. Ikke-markedsbaserede betingelser kan foruden en børsnotering eller fuldførelse af en bestemt arbejdsperiode tilsvarende være en betingelse, der relaterer sig til opfyldelse af fastsatte

performance mål, eksempelvis regnskabsmæssige resultater eller personlige præsentations mål. (Deloitte, 2013)

Ikke-optjeningsbetingelser, er betingelser uden nogen tilknytning til medarbejderens levering af arbejde og resultater. Det kan eksempelvis være et krav om indbetaling til en aktieoptionssparringsordning, der skal komme fra medarbejderens egen løn uden, at medarbejderen har garanti for, at denne optjener egenkapitalinstrumenterne. (*Ibid.*).

Selskabet skal som nævnt indregne omkostningerne ved den aktiebaserede vederlæggelse i takt med, at ydelserne leveres fra ledelsen mfl., men i de fleste tilfælde er der knyttet betingelser til den aktiebaseret aflønning og disse er af afgørende betydning for indregningen og målingen heraf, hvorfor de tre typer af ordninger vil behandles særskilt herunder.

Egenkapitalordning – Aktiebaseret vederlæggelse afregnet i egenkapital

Omkostningerne ved en egenkapitalordning indregnes i resultatet og modposteres på egenkapitalen.

Såfremt der ikke er knyttet nogen optjeningsbetingelser til egenkapitalordningen indregnes værdien af ordningen straks i resultatet, fordi ordningen antages, at være vederlag for allerede udført arbejde.

Såfremt der er knyttet optjeningsbetingelser til egenkapitalordningen, skal der ved opgørelsen af dagsværdien af de tildelte egenkapitalinstrumenter tages forbehold for de markedsbaserede resultatbetingelser, samt ikke-optjeningsbetingelserne, der kan ses af

Tabel 1, pkt. 1.2.1 og pkt. 2., da disse indgår i målingen af dagsværdien på tildelingstidspunktet. Manglende opfyldelse eller ændringer i disse betingelser medfører ikke, at den allerede indregnende omkostning tilbageføres, da der i værdiansættelsen af ordningen på tildelingstidspunktet er taget højde for den potentielle risiko for, at egenkapitalinstrumenterne i sidste ende ikke vil blive tildelt. Der skal derfor ikke tages hensyn til manglende eller eventuelle ændringer i betingelserne ved efterfølgende indregning af dagsværdien over optjeningsperioden.

IFRS 2 standarden forskriver, at egenkapitalordninger skal måles til dagsværdien af de modtagne ydelser og varer (direkte måling), men i forhold til incitamentsordninger til medarbejdere kan det vise sig problematisk, at måle arbejdsydelsen pålideligt, eftersom aktiebaseret vederlæggelse som udgangspunkt er en del af en samlet lønaftale. I stedet opgøres dagsværdien af egenkapitalinstrumenterne (indirekte måling) ved brug af markedskurser, såfremt disse er tilgængelige og under hensynstagen til de vilkår og betingelser, som fremgår af ordningen. For aktieoptioner og warrants benyttes sjældent markedskurser, fordi disse typer af egenkapitalinstrumenter oftest er karakteriseret ved, at de ikke kan overdrages og derfor ikke handles. Derfor anvendes værdiansættelsesmodeller som Black-Scholes-modellen eller

binomial-modellen. Værdiansættelsesmodellerne anvendes for, at kunne skønne eller vurdere, hvilken kurs egenkapitalinstrumenterne ville have været handlet til mellem kvalificerede, indbyrdes uafhængige partner på målingstidspunktet.

Arbejdsbetingelser og ikke – markedsbaserede resultatbetingelser jf. ovenstående

Tabel 1, pkt. 1.1 og 1.2.2 skal der ikke tages højde for ved måling af dagsværdien på tildelingstidspunktet.

Derimod er det påkrævet, at der foretages et skøn over antallet af egenkapitalinstrumenter, som forventes optjent som følge af opfyldelse af arbejdsbetingelser og ikke-markedsbaserede resultatbetingelser, da opfyldelsen heraf har betydning for antallet af egenkapitalinstrumenter, som der erhverves ret til på optjeningstidspunktet. Manglende opfyldelse af optjeningsbetingelserne, arbejdsbetingelser eller ikke – markedsbaserede resultatbetingelser, indenfor optjeningsperioden medfører, at antallet af instrumenter og dermed allerede indregnede omkostningerne ved ordningen tilbageføres. Når tidspunktet for udløb af optjeningsperioden indtræffer, skal de akkumulerede resultatførte beløb afspejle antallet af egenkapitalinstrumenter, som faktisk er optjent. (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 523)

Kontantordning – Aktiebaseret vederlæggelse kontantafregnet

Omkostningerne ved en kontantordning skal indregnes i resultatopgørelsen og modposteres som en forpligtelse. Dagsværdien af kontantordningen i forhold til medarbejderordninger måles til dagsværdien af forpligtelsen. Tildeler et selskab en fantomaktieordning, som er baseret på selskabets kursudvikling skal dagsværdien opgøres på tildelingstidspunktet og fordeles over en eventuel optjeningsperiode, som efterfølgende skal genmåles på balancedagen frem til udnyttelsestidspunktet, hvor ændringer i værdien skal indregnes i resultatet.

Såfremt ordningen indeholder markedsbaserede optjeningsbetingelser eller ikke-optjeningsbetingelser skal den opgjorte dagsværdi på tildelingstidspunktet indregnes i resultatet med det samme. Indeholder ordningen derimod arbejdsbetingelser eller ikke-markedsbaserede resultatbetingelser skal forpligtelsen fordeles over optjeningsperioden. Fremgangsmåden her er tilsvarende som med egenkapitalordninger, der er omfattet af arbejdsbetingelser eller ikke markedsbaserede resultatbetingelser. Selskabet skal også ved kontantordninger foretage et skøn over antallet af instrumenter f.eks. fantomaktier, som forventes optjent, som følge af opfyldelse af arbejdsbetingelser eller ikke – markedsbaserede resultatbetingelser ved, at anvende en værdiansættelsesmodel af optioner (IFRS 2, 33). Opfyldelsen af betingelserne har tilsvarende betydning for antallet af instrumenter som kan retserhverves. (Deloitte, 2013, s. 41).

Valgfri ordning – Aktiebaseret vederlæggelse afregnet enten med egenkapital eller ved kontantafregning

I den valgfri ordning, skelnes der både i forhold til, hvorvidt ordningen skal afregnes med

egenkapitalinstrumenter eller kontantafregnes, samt hvilken part der retten til, at vælge.

Tilfalder retten til, at vælge afregningsform medarbejderen skal ordningen behandles som et sammensat finansielt instrument, der består af henholdsvis en forpligtelsesdel (kontantafregning) og en egenkapitaldel (egenkapitalinstrumenter). Ved tildelingstidspunktet måles dagsværdien af forpligtelsesdelen først tilsvarende som med kontantordninger, hvilket medfører genmåling frem til udnyttelsestidspunktet.

Egenkapitaldelen udgør det resterende beløb og skal ikke genmåles. (Deloitte, 2013, s. 42).

Hvis det er selskabet som har retten til, at vælge afregningsform skal selskabet først vurdere, hvorvidt den er forpligtet til, at afregne kontant som følge af, at afregning med egenkapitalinstrumenter ikke er muligt, fordi selskabet af juridiske årsager ikke kan udstede aktier. Det kan også skyldes, at selskabet har praksis for, at afregne kontant eller i tilfælde, hvor modparten ønsker, at der afregnes kontant. I disse tilfælde behandles den aktiebaseret vederlæggelse som en kontantordning. Er selskabet ikke forpligtet til kontantafregning behandles den aktiebaseret vederlæggelse som egenkapitalordninger. (Deloitte, 2013, s. 42).

Præsentations – og oplysningskrav til aktiebaseret vederlæggelse i årsrapporten.

IFRS 2 stiller omfattende oplysningskrav til den aktiebaseret vederlæggelse i årsrapporten, der kan findes som dokument på Europa Kommissionens hjemmeside i en dansk udgave – *IFRS 2 Aktiebaseret vederlæggelse*. Der er i specialet afgrænset fra en nærmere dybdegående gennemgang af de anførte punkter for præsentations – og oplysningskrav, der følger af i IFRS 2 standarden og nærværende afsnit vil derfor kort berøre IFRS 2 standardens krav til årsrapporten.

Indregning og måling af de tre typer af aktiebaseret vederlæggelse efter IFRS 2 standarden kan kort sammenfattes til, at uanset, hvilken ordning selskabet vælger, så skal omkostningerne fremgå som en personale – eller lønomkostning i resultatopgørelsen. Modposteringen til egenkapitalordninger skal fremgå af egenkapitalen. IFRS 2 definerer ikke klart, hvorvidt modposten skal fremgå af en bestemt post på egenkapitalen. Modposteringen i forhold til kontantordninger skal modsat egenkapitalordninger fremgå af balancen som en forpligtelse, som skal genmåles til hver balancedag og på afregningstidspunktet.

Ændringer i dagsværdien skal indregnes i årets resultat (IFRS 2, 30). Den valgfri ordning kan både behandles som en egenkapitalordning eller en kontantordning, afhængig af hvilken part, der har retten til, at vælge.

Principperne for indregning og måling af den aktiebaseret vederlæggelse er suppleret af omfattende og detaljeret notekrav, som bl.a. omfatter, at selskabet skal oplyse følgende jf. nedstående *Table 2*;

Oplysningskrav	IFRS 2
-----------------------	---------------

Art og omfang af	Herunder:
-------------------------	-----------

aktiebaseret aflønning	• En beskrivelse af hver enkelt ordning, som har eksisteret i løbet af regnskabsperioden • Antallet af og gennemsnitlig udnyttelsespris for følgende grupper af optioner. - Udestående ved begyndelsen af perioden - Tildelt i løbet af perioden - Annulleret i løbet af perioden - Udnyttet i løbet af perioden - Udløbet i løbet af perioden - Udestående ved slutningen af perioden - De optioner, der kan udnyttes ved slutningen af perioden • For optioner, udnyttet i perioden, den vejede gennemsnitlige markedskurs på udnyttelsesdatoerne • For udestående optioner ved udgangen af regnskabsperioden, laveste og højeste udnyttelseskurs og den vejede gennemsnitlige resterende løbetid.
Værdiansættelse af aktiebaseret aflønning	Herunder: • Oplysning om dagsværdien • Den anvendte optionsværdiansættelsesmodel • Forudsætninger, herunder markedskursen, udnyttelseskursen, volatilitet, optionens løbetid, udbytte og risikofri rente • Hvorledes volatiliteten er opgjort • Oplysning om ændringer i dagsværdien ved ændring af programmer
Indvirkningen ordningen på årets resultat	Herunder: • Periodens indregnede omkostninger • Indregnede forpligtelser på kontantbaserede ordninger

Tabel 2 – Oplysningskrav efter IFRS 2 (PriceWaterhouseCoopers, 2018, s. 524)

Selskabet skal jf. IFRS 2. pkt. 44 give de oplysninger, som gør det muligt for andre regnskabsbrugere, at forstå arten og omfanget af de aktiebaseret vederlæggelsesordninger, der har eksisteret i regnskabsåret. Dertil fremgår det, at de specifikke og detaljeret oplysningskravene, der kan ses af ovenstående *Tabel 2* kun er angivet som minimumskrav for, hvad selskabet skal oplyse. IFRS 2. pkt. 52 angiver, at såfremt oplysningskravene jf. *Tabel 2* ikke er tilstrækkelige, så skal selskabet bistå med ydere oplysninger herom.

3.1.4 NASDAQ OMX Copenhagen

Foruden gældende selskabs – og børsretslige, herunder danske og internationale regnskabsstandarder, er børsnoterede selskaber som William Demant også forpligtiget til, at følge NASDAQ OMX Copenhagens

gældende regler for udstedere af aktier. Reglerne er udstedt efter Kapitalmarkedslovens § 75, der angiver at;

”En operatør af et reguleret marked skal have klare regler for optagelse af finansielle instrumenter til handel på det regulerede marked. Reglerne skal sikre, at finansielle instrumenter, der optages til handel, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde” (Kapitalmarkedsloven, 2017)

Reglerne er udformet med det formål, at sikre, at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, når de finansielle instrumenter er frit omsættelige. Reglerne er endvidere harmoniseret således, at de er gældende for de nordiske NASDAQ børser i Stockholm, Helsinki, Island og København. Foruden betingelser for notering indeholder regelsættet også bestemmelser i forhold til oplysningsforpligtigelser til marked og børsen, som er i overensstemmelse med gældende EU-lovgivning, herunder Markedsmisbrugsforordningen (MAR), samt transparensdirektivet og direktivet for markeder for finansielle instrumenter. (NASDAQ OMX Copenhagen, 2016)

Oplysningsforpligtelserne vedrørende aktiebaseret aflønningsprogrammer følger af *”Regler for udstedere af aktiers”* afsnit 3 og angiver, at oplysninger vedrørende indføring af aktiebaseret aflønningsprogrammer skal offentligøres i en meddelelse, der skal indeholde de væsentligste betingelser forbundet med ordningen, herunder;

- Hvilke typer af aktie-baseret aflønning, der er omfattet af programmerne;
- Hvilken personkreds, der er omfattet af programmerne;
- Tidshorisont for aflønningsprogrammerne;
- Det totale antal aktier i programmerne;
- Hvilke målsætninger og principper, der lægges til grund for tildelingen af den aktie-baserede aflønning;
- Perioden inden for hvilken, programmerne kan udnyttes;
- Udnyttelsesprisen;
- Hvilke konkrete betingelser, der skal være opfyldt; og
- den teoretiske markedsværdi af den aktie-baserede aflønning, herunder en beskrivelse af hvorledes markedsværdien er opgjort og de væsentligste forudsætninger herfor.

(NASDAQ OMX Copenhagen, 2016, s. 31)

Ovenstående krav, der følger af oplysningsforpligtigelsen for udstedere af aktier, har til hensigt, at give investorerne det nødvendige informationsgrundlag for, at kunne forstå omfanget af incitament for ledelsen, aflønningsprogrammernes udvandingseffekt, samt de potentielle forpligtigelser

aflønningsprogrammer kan være forbundet med. Eftersom NASDAQ er en aktiemarkedsoperatør, omfatter oplysningsforpligtigheden udelukkende aktiebaseret aflønning, som vil enhver form for incitamentsprogram, *hvor deltagerne modtager aktier, finansielle instrumenter, der giver ret til aktier, andre finansielle instrumenter, hvor værdien er baseret på aktiekursen, syntetiske programmer, hvor kontantafvikling baseres på aktiekursen, eller andre lignende programmer.* (NASDAQ OMX Copenhagen, 2016, s. 31-32)

I 2013 valgte NASDAQ, at implementere anbefalingerne for Corporate Governance i *"Regler for udstedere af aktier"* (Komitéen for god Selskabsledelse, 2018), som fremgår af afsnit 2.5, der henvender sig til noterede selskaber, der ikke har hjemsted i Danmark og 4.1, der gælder danske selskaber. For børsnoterede selskaber som William Demant betyder dette, at de jf. *"Regler for udstedere af aktier"* skal redegøre for, hvorledes selskabet forholder sig til de af Komitéens for god selskabsledelse udarbejdede anbefalinger gældende fra november 2017. Redegørelsen skal anvende *"følg eller forklar"*- princippet, som også er forankret i årsregnskabslovens § 107 b og indebærer, at selskabet skal følge anbefalingerne, eller redegøre for, hvorfor anbefalingerne helt eller delvist ikke følges, hvorved *"følg eller forklar"* – princippet lægger op til, at det må være op til det enkelte selskab, at vurdere i hvilket omfang det enten er hensigtsmæssigt eller ønskeligt for selskabet, at følge anbefalingerne.

Corporate Governance og Komitéen for god Selskabsledelses udarbejdede anbefalinger, vil behandles herunder i det omfang, der anses relevant i forhold til incitamentsaflønning og specialets formål.

3.1.4.1 Corporate Governance

Indledningsvist i afsnittet 2. *Motiv & Adfærd.*, blev definitionen for begrebet Corporate Governance introduceret, som på dansk kan oversættes til god selskabsledelse. Formålet med Corporate Governance er, at understøtte værdiskabende og ansvarlig ledelse, og derved opbygge og sikre tillid til selskaberne. Ydermere har Corporate Governance også til formål, at styrke selskabernes langsigtede konkurrenceevne ved bl.a., at give investorerne den nødvendige indsigt i selskaberne, som bidrager med en forståelse for selskabernes potentiale. I Danmark varetages arbejdet med Corporate Governance som nævnt, af Komitéen for god Selskabsledelse, der i 2001 udkom med de første anbefalinger med udgivelsen af Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark. Anbefalingerne er siden hen blevet revideret flere gange i årenes løb og senest i 2017, af skiftende medlemmer af komitéen. Det er komitéens opgave, at følge Corporate Governance udviklingen nationalt og internationalt, gennem indsamling af erfaringer og synspunkter for derved, at tilpasse og inkorporer disse i de danske anbefalinger, således anbefalingerne er hensigtsmæssige for danske selskaber og er i overensstemmelse med gældende lovgivning. Anbefalingerne er retningslinjer for *"best practice"*, og retter sig særligt mod børsnoterede selskaber. De skal ses i kontekst til de af OECD's Principles of Corporate Governance, samt i forhold til de lovgivningsmæssige krav, der

stilles, herunder selskabsloven og årsregnskabsloven, samt EU – retslig selskabslovgivning. Anbefalinger er betegnet som ”*soft law*”, hvilket er kendetegnet ved en høj grad af fleksibilitet og frivillighed, som for selskaberne betyder, at de kan indrette og tilpasse anbefalingerne og principperne for Corporate Governance efter, hvad der er mest hensigtsmæssigt for det enkelte selskab. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017).

Komitéens anbefalinger for Corporate Governance behandler følgende 5 hovedområder, inddelt efter hver deres respektive afsnit, hvor dette speciale vil koncentreres omkring nedstående afsnit 4, omhandlende komitéens anbefalinger for vederlag til ledelsen. (*Ibid.*)

1. Selskabet kommunikation og samspil med selskabet investorer og øvrige interessenter
2. Bestyrelsens opgaver og ansvar
3. Bestyrelsens sammensætning og organisering
4. Ledelsens vederlag
5. Regnskabsaflæggelse, risikostyring og revision

3.1.4.1.1 Ledelsens Vederlag pkt. 4

Det fremgår indledningsvist af anbefalingernes afsnit 4, *Ledelsen vederlag*, at selskabet bør have en vederlagspolitik for arbejdsvilkår og den samlede vederlæggelse, der tildeles til ledelsen, samt sikre, at disse ligger på et rimeligt niveau og afspejler den indsats, ansvar og værdiskabelse for selskabet, som ledelsen har ydet. Det er vigtigt, at der er åbenhed og transparens om alle aspekter af selskabets vederlagspolitik og størrelsen af vederlag, der ydes til ledelsen. Vederlagspolitikken bør som minimum forlægges til godkendelse på generalforsamlingen hvert fjerde år eller når, der foretages væsentlige ændringer heraf. Bestyrelsen bør i den henseende overveje, at inddrage eksterne rådgivere til, udarbejdelsen og udmøntningen af vederlagspolitikken. Vederlagspolitikken omfatter både faste og variable vederlagskomponenter og det anbefales i øvrig, at oplysninger om ledelsen vederlag samles i en vederlagsrapport, der offentliggøres på selskabets hjemmeside. Vederlagsrapporten bør indeholde oplysninger om det samlede vederlag, der tildeles hvert enkelt medlem af direktionen og bestyrelsen, fra enten selskabet, andre selskaber i koncernen og associerede selskaber i de seneste tre år. Oplysninger vedrørende fastholdelses – og fratrædelsesordningens væsentligste indhold skal også medtages i vederlagsrapporten sammen med en beretning for sammenhængen mellem vederlaget og selskabets strategi og relevante mål herfor. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017, s. 19).

I *Bilag 1* fremgår det, at bestyrelsen for William Demant har udarbejdet en vederlagspolitik og, at det af denne fremgår, at der tilbydes et fast vederlag til medlemmer af bestyrelsen og en kombination af et fast vederlag og incitamentsløn til bestemte medlemmer af direktionen. Det fremgår endvidere, at bestyrelsen

har nedsat et vederlagsudvalg, dog ikke bestående af eksterne rådgivere. Formanden for vederlagsudvalget er også formand for bestyrelsen i William Demant, hvilket også gør sig gældende for bestyrelsens næstformand, der ligeledes sidder i vederlagsudvalget. (William Demant, 2018). En egentlig vederlagsrapport er ikke, at finde, men oplysninger vedrørende det samlede vederlag, der ydes til henholdsvis bestyrelsen og direktionen fremgår ved, at sammenholde *Bilag 1* og selskabets årsrapport. Oplysninger om opsigelses – og fratrædelsesordning fremgår kun af *Bilag 1* for selskabets CEO, der har 2,5 års opsigelse og med ret til en anciennitetsbonus svarende til et års løn for hvert fjerde års ansættelse efter 2005. Af årsregnskabet 2017 fremgår det, at Niels Jacobsen og nu afgangende CEO modtager denne anciennitetsbonus, der anerkendes som en pensionsforpligtigelse og udbetales ved endt ansættelse. Ligeledes fremgår det af årsregnskabet 2017, at øvrige medlemmer af direktionen kan have op til 2 års varsel i tilfælde af afskedigelse, afhængig af deres anciennitet på tidspunktet for afskedigelse. Det fremgår endvidere, at CFO René Schneider har 13 måneders varsel.

En direkte sammenhæng mellem vederlaget og selskabets strategi er heller ikke tydeligt, dog fremgår det af *Bilag 1*, at vederlaget ydes med det formål, at sikre direktionens fortsatte arbejde og ansættelse i selskabet, samt at forene interesserne mellem direktionen og aktionærerne.

Til vederlagspolitikens form og indhold anbefaler komitéen jf. afsnit 4.1.1., at denne indeholder en detaljeret beskrivelse af de vederlagskomponenter, som tildeles både til direktionen og bestyrelsen, samt en begrundelse og beskrivelse for valget heraf, samt de kriterier, der indgår. Selskabet skal endvidere redegøre for sammenhængen mellem vederlagspolitikken og selskabet langsigtet værdiskabelse suppleret med relevante mål herfor. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017).

William Demant arbejder, som det kan ses af *Bilag 1*, med en meget forenklet vederlagspolitik, og den angiver således ikke en specifik beskrivelse af det vederlag, der ydes til direktionen, men det fremgår som nævnt af årsrapporten, at der er tale om skyggeaktier. Af vederlagspolitikken fremgår det, at medlemmer af bestyrelsen modtager et kontant grundhonorar på 350.000 kr., mens bestyrelsesformanden modtager tre gange grundhonoraret og næstformanden to gange grundhonoraret.

Det fremgår, som sagt ikke af William Demants vederlagspolitik, at der er tale om skyggeaktier, og anbefalingen om, at valget af vederlagskomponentet skal begrundes, samt suppleres med en beskrivelse for valget af de kriterier, der indgår er derfor heller ikke særligt fyldestgørende. I

(Generalforsamlingsprotokollat, 2016) fremgår det fra daværende bestyrelsesformand Lars Nørby Johansen, at

“He pointed out that the proposed is a scheme for retention of skilled employees that includes a variable element deferring part of the salary and tying it to the share price” (Generalforsamlingsprotokollat, 2016, s. 7)

Skyggeaktier omtales ikke i vederlagspolitikken, hverken i 2016, 2017 eller 2018, og eftersom *Bilag 1*, årsregnskabet og generalforsamlingsprotokollatet er eneste dokumenter, der indeholder sparsomme oplysninger om William Demants incitamentsordning, eksisterer der endnu ikke nogen fyldestgørende beskrivelse fra William Demants vedrørende deres valg af vederlagskomponent. I

Generalforsamlingsprotokollatet fra generalforsamlingen den 7. april 2016 er ordningen er endnu ikke eksekveret, eftersom bestyrelsens forslag først er fremsat den. 7 april 2016 og det fremgår derfor ikke, hvorfor William Demant har valgt, at aflønne med skyggeaktier. Dog beskrives det i generalforsamlingsprotokollatet jf. ovenstående citat, at det variable element har til formål, at fastholde kompetente og dygtige medarbejder og, at det variable element har til hensigt, at udskyde og binde en del af lønnen til selskabets aktiekurs. Dernæst anbefales det, at vederlagspolitikken indeholder en beskrivelse af de kriterier, der ligger til grund for balancen mellem de enkelte vederlagskomponenter, hvilket William Demants vederlagspolitik tilsvarende kommer nemt om. Kriterierne for ordningen fremgår af *Bilag 1* og kan ses herunder, men disse er ligeledes heller ikke forsynet med yderligere beskrivelse.

- ❖ En kvalificerende lagringsperiode på to til fem år
- ❖ Et kalkuleret basebeløb bestående af en til seks måneders fast løn
- ❖ En kalkuleret justering af basens beløb, der følger udviklingen i selskabets aktiekurs i den relevante opbevaringsperiode og
- ❖ En mekanisme, hvorved et direktionsmedlem, der giver eller er givet meddelelse om opsigelse, ikke er berettiget til noget fastholdelsesvederlag, hverken helt eller pro rata.

Der følger som nævnt af *Bilag 1* ikke en nærmere begrundelse og beskrivelse af de ovennævnte kriterier, der danner rammerne for ordningen, men i (Generalforsamlingsprotokollat, 2016) fremgår det af Lars Nørby Johansen, at ordningen skal indeholde et lageringsbeløb eller basebeløb svarende til 1-6 måneders løn, der følger kursudviklingen på selskabets aktier. Desuden indeholder ordningen et fleksibilitets element, der gør det muligt, at udskyde udbetalingen af basebeløbet i 2 – 5 år, samt en mekanisme, der sikre, at direktionsmedlemmer, der giver meddelelse om opsigelse ikke modtager vederlag, hverken helt eller delvis. Afslutningsvist i anbefaling 4.1.1 anbefales det, at William Demant redegøre for sammenhængen mellem

deres vederlagspolitik og selskabets langsigtet værdiskabelse inklusiv relevante mål herfor. I og med, at der kun eksisterer en meget begrænset og forenklet udgave af William Demants vederlagspolitik, er det tilsvarende en udfordring, at spore en egentlig sammenhæng mellem denne og selskabets værdiskabelse, eftersom det kun fremgår af vederlagspolitikken, at

“It is the Company's policy to offer (i) fixed remuneration to the Board of Directors and (ii) a combination of fixed remuneration and incentive pay to certain members of the executive management as further set out below.” (Bilag 1)

En sammenhæng mellem vederlagspolitikken og selskabets langsigtet værdiskabelse kan udledes ved en bredere tolkning af *Bilag 1*, da det fremgår af vederlagspolitikken, at vederlagene for direktionens vedkomne ydes med henblik på, at skabe et incitament for dem til, at fortsætte deres arbejde hos selskabet og forene interesserne mellem direktionen og aktionærerne. I forhold til, at optjeningsbetingelsen er tre år for direktionsmedlemmerne kan, der i denne kontekst udledes en snæver sammenhæng mellem William Demants vederlagspolitik og den langsigtet værdiskabelse for selskabet i og med, at det fremgår af vederlagspolitikken, at der er tænkt længere ud i fremtiden. Alene det, at der efter William Demants optik er udarbejdet en konkurrencedygtig ordning indikerer også, at selskabet på længere sigt ønsker og har tiltro til, at den siddende direktion fortsætter deres virke i selskabet og evner, at sikre selskabets langsigtet værdiskabelse.

Indeholder vederlagspolitikken variable komponenter fremgår det af komitéens anbefalinger 4.1.2, at der sættes grænser for de variable dele af vederlæggelsen for, at sikre en passende og afbalanceret sammensætningen mellem ledelsens aflønning og værdiskabelsen for aktionærerne, både på kort og lang sigt. Det skal fremgå klart, hvilke resultatkriterier, der ligger til grund for udnyttelsen af de variable vederlagskomponenter, samt målbarheden heraf. Det anbefales ikke, at incitamentsordningerne udelukkende består af kortsigtet vederlagskomponenter, men også af langsigtet vederlagskomponenter, der er betinget af en optjenings – eller modningsperiode på minimum tre år, og såfremt der anvendes aktiebaseret aflønning, at denne er revolverende, hvilket vil sige med en periodisk tildeling. Vederlagspolitikken skal understøtte langsigtet værdiskabelse for selskabet, hvorfor det anbefales, at variable vederlagskomponenter, der indgår som led i incitamentsordninger, bør baseres på realiserede resultater over en periode således, at incitamentsordningen ikke fremmer kortsigtet og risikobetonet adfærd. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017, s. 19). Ligeledes anbefales det, at selskabet skal sikres muligheden for, at kunne kræve hel eller delvis tilbagebetaling for udbetaling af variable vederlagskomponenter, der er udbetalt på et fejlagtigt oplysningsgrundlag. Ved fratrædelse bør den

samlede værdi af vederlag for opsigelsesperioden inklusiv fratrædelsesgodtgørelse ikke overstige mere end to års vederlag inklusiv alle vederlagsandele.

I forhold til anbefalingernes kriterie om åbenhed og transparens, anbefales det, at vederlagspolitikken og dens efterlevelse heraf årligt redegøres og begrundes for, som led i formandens beretning på generalforsamlingen. Det anbefales, at forslag om godkendelse af vederlag til bestyrelsen for det igangværende regnskabsår, behandles af aktionærerne på generalforsamlingen.

Det fremgik af de før præsenterede kriterier for ordningen, der også kan ses af *Bilag 1*, at ordningen indeholder grænser for det variable komponent i form, at basebeløbet kun kan udgøre mellem 1-6 måneders løn. Ordningen har ved inkorporering af det fleksible element, der gør det muligt, at udskyde betalingen i op til 2-5 år også bidraget til, at der fra selskabets side kan sikres overensstemmelse mellem aflønningen af direktionsmedlemmerne og de værdiskabende resultater, der skabes på henholdsvis kort og lang sigt, men Lars Nørby Johansen siger om fleksibilitets elementet, at;

“The scheme includes an element of flexibility meaning that the deferral of the salary may extend from 2 to 5 years and may cover 1 to 6 months' salary. This is an element intended to be used when deemed necessary.” (Generalforsamlingsprotokollat, 2016, s. 7)

Fleksibilitets elementet, som er inkorporeret i ordningen vil kun ifølge Lars Nørby Johansen tages i brug, når det er yderst nødvendigt, men i kraft af, at ordningen er betinget af en optjeningsperiode på minimum tre år samt, at ordningen er gjort revolverende kan vederlagskomponentet betegnes om langsigtet. CEO Søren Nielsen blev ansat i 2008, og optjeningsbetingelserne for ham var allerede opfyldt inden ordningen blev en realitet. CFO René Schneider blev ansat i september 2015 og vil til september 2018 have opfyldt optjeningsbetingelserne. Yderligere kan det også udledes af ovenstående citat og *Bilag 1*, at der ikke eksisterer andre betingelser, der udløser betalingen foruden aktiekursen, men *Bilag 1* indeholder ikke nogen specificering af mål herfor. I og med, at ordningen ikke indeholder andre generelle optjeningsbetingelser udover en ansættelsesperiode på minimum 3 år, må det derfor af ovenstående citat og *Bilag 1* udledes, at det er bestyrelsens subjektive vurdering, der ligger til grund for opfyldelse af ordningen. Såfremt der eksisterer resultatkriterier er disse ikke tydeligt specificeret og, ligeledes fremgår målbarheden af det variable komponent heller ikke af vederlagspolitikken. Dette er til gengæld præsenteret i årsregnskabet.

Ordningen er efter IFRS 2 karakteriseret ved en kontantordning og som det fremgår af årsregnskabet for 2017, samt lönnoten i *Bilag 2*, er skyggeaktierne baseret på selskabets aktiekurs, og opgjort til dagsværdien på tildelingstidspunktet og derefter fordelt henover optjeningsperioden. Forpligtelsen indregnes derfor lineær i takt med, at de indskrevne medlemmer i ordningen, leverer deres tjeneste eller ydelse til selskabet. Det fremgår tilsvarende af årsregnskabet for 2017, at dagsværdien for forpligtigelsen (skyggeaktierne) genmåles på balancedagen frem til udnyttelsestidspunktet og, at eventuelle ændringer i dagsværdien indregnes som finansielle indtægter eller som finansielle omkostninger. Dernæst fremgår det af *Bilag 2*, at såfremt det anses for relevant justeres forpligtigelsen for den forventede risiko for ikke-optjeningsbetingelser, hvilket eksempelvis kan være som følge af afskedigelser, og ændringer i dagsværdien heraf som følge indregnes i resultatopgørelsen. Det oplyses endvidere, at koncernen købte aktier for, at imødegå den finansielle risiko for kursudsving i forbindelse med ordningen. (William Demant Holding A/S, 2017).

Mekanismen, der sikre, at William Demant kan kræve hel eller delvis tilbagebetaling af det variable komponent, som følge af udbetaling på et fejlagtigt grundlag fremgår ikke specifik af ordningen, men det kan med rimelighed antages, at dette er tilfælde, såfremt fejlen er af grov karakter og dermed vil medføre øjeblikkelig afskedigelse. Det fremgår af ordningens sidste kriterie, at såfremt et medlem af ordningen enten selv opsiges sin ansættelse eller bliver givet sin opsigelse, så er vedkomne ikke berettiget til vederlaget, hverken hel eller delvis og mekanismen kan derved siges, at være i overensstemmelse med anbefalingen jf. 4.1.2 (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017).

Komitéen anbefaler jf. 4.1.2, at selskabets bestyrelse ikke aflønnes med aktieoptioner eller tegningsretter, men det er ikke i strid med anbefalingerne, hvis bestyrelsen får en del af deres vederlag i form af aktier til markedskurs. Det fremgår af *Bilag 1*, at bestyrelsen ikke er berettiget til incitaments – eller præsentationsbaseret vederlag eller anden form for variabel vederlæggelse og incitamentsordningen omfatter derfor kun direktionen.

3.1.5 Delkonklusion

For et børsnoteret selskab som William Demant tilhørende regnskabsklasse D, er etableringen af en incitamentsordning omfattet af bestemmelserne i selskabslovens § 138, der udgør den overordnet ramme for incitamentsaflønning i forhold til vedtagelsen, udstedelsen og tildelingen. § 139 indsnævrer rammerne for selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked eller et multilateral handelsfacilitet og omhandler de overordnede retningslinjer et aktieselskab som William Demant skal udarbejde forud for etableringen af en incitamentsordning. De overordnede retningslinjer skal forlægges og godkendes af

generalforsamlingen inden William Demants bestyrelse på vegne af selskabet kan indgå konkrete aftaler om incitamentsaflønnning af medlemmer af direktionen. De overordnet retningslinjer skal hurtigst muligt efter generalforsamlingens godkendelse offentliggøres på William Demant hjemmeside, samt fremgå af en bestemmelse i selskabets vedtægter oplysende om, at sådanne retningslinjer er vedtaget.

Det fremgår ikke særskilt af dansk lovgivning, herunder årsregnskabsloven, hvorledes incitamentsaflønnning skal indregnes og præsenteres i årsregnskabet. Endvidere skal bestemmelsen i årsregnskabslovens § 98 b, der omhandler selskabets oplysningspligt vedrørende incitamentsordninger følges og for regnskabsklasse D selskaber som William Demant gælder, at disse ikke kan undtages jf. § 106. Kravet om oplysningsforpligtigelse indebærer, at William Demant skal give oplysningerne fordelt på hvert ledelsesorgan, indeholdende oplysninger om, hvilke ydelser ordningen omfatter. Dernæst skal oplysningernes suppleres af de informationer, der anses for nødvendige for, at kunne vurdere værdien heraf, samt forsynes med sammenligningstal for det forgående år. Det er ikke præciseret i årsregnskabsloven, hvilke oplysninger, der anses for relevant i forhold til vurdering af værdien af ordningen, men årsregnskabslovens afsnit IX indeholder en række bestemmelser, der pålægger børsnoterede selskaber, herunder William Demant, at aflægge regnskab i overensstemmelse med de gældende internationale regnskabsstandarder IFRS. William Demant vil kunne opfylde bestemmelsen i årsregnskabslovens § 93 ved regnskabsaflæggelse efter IFRS 2, der omhandler aktiebaseret vederlæggelse, der enten ydes som vederlag til ledelsen, medarbejdere eller leverandører m.fl. af enten et selskab, et moderselskab, et andet koncernforbundet selskab eller af en aktionær. IFRS 2 skelener mellem tre typer af aktiebaseret vederlæggelse, egenkapitalordninger, kontantordninger og valgfri ordning. Bestyrelsen i William Demants ønske om, at benytte skyggeaktier, som aflønningsform medfører, at den regnskabsmæssige behandling for kontantordninger skal iagttages. Generelt skal William Demant, uanset ordning indregne omkostningerne ved den aktiebaseret vederlæggelse i takt med, at medlemmerne af direktionen i William Demant leverer deres arbejdsydelser og omkostningerne herved, skal indregnes i resultatet. Fordi forslaget fremsat af William Demants bestyrelse indeholder en optjeningsperiode på 3 år, der i IFRS 2 terminologi betegnes som en arbejdsbetingelse, skal forpligtigelsen fordelen henover optjeningsperioden på de 3 år og ikke straks indregnes i resultatet. Skyggeaktierne er baseret på kursudviklingen i William Demants aktier, og derfor skal dagsværdien opgøres på tildelingstidspunktet og fordeles henover optjeningsperioden, hvor der skal ske genmåling heraf på balancedagen og frem til udnyttelsestidspunktet. Ændringer i værdien indregnes i resultatet. William Demant skal endvidere foretage et skøn over antallet af instrumenter, her skyggeaktier, der forventes optjent, som følge af, at de indskrevne direktionsmedlemmer i ordningen opfylder arbejdsbetingelsen på 3 år, da opfyldelsen af

arbejdsbetingelsen har betydning for antallet af skyggeaktier, der kan retserhverves. Hertil anvendes en værdiansættelsesmodel af aktieoptioner, enten Black-Scholes – eller binominalmodellen. IFRS 2 standarden stiller omfattende notekrav til indregning og måling af den aktiebaseret vederlæggelse, uanset valg af ordning. Det betyder for William Demant, at de i deres årsrapport skal angive detaljeret oplysninger vedrørende den aktiebaseret vederlæggelses art og omfang, værdiansættelse, samt hvilken indvirkning ordningen har haft på selskabets resultat.

Dernæst er børsnoterede selskaber som William Demant også forpligtet til, at følge NASDAQ OMX Copenhagens gældende regler for udstedere af aktier, hvor oplysningsforpligtigelsen, som følger af reglernes afsnit 3 angiver, at børsnoterede selskaber skal give oplysning ved etablering af aktiebaseret aflønningsprogrammer. William Demants incitamentsordning, der ifølge IFRS 2 kan karakteriseres som en kontantordning, der omfatter skyggeaktier, er tilsvarende omfattet af reglernes afsnit 3, fordi incitamentsordninger, hvor værdien er baseret på selskabets aktiekurs ligeledes er omfattet af reglernes afsnit 3.

I 2013 implementerede NASDAQ komitéen for god Selskabsledelses anbefalinger for Corporate Governance, hvilket for William Demant betyder, at de skal redegøre for, hvorledes selskabet forholder sig til komitéens anbefalinger ved brug af ”følg-eller-forklar” princippet. Anbefalingerne omhandler 5 emner, herunder ledelsens vederlag, der indeholder anbefalinger for selskabets udarbejdelse og oplysning af vederlagspolitik, dets form og indhold.

4 Skat

Lovgrundlaget, som for William Demant, angiver de eksterne rammer for etableringen af incitamentsordningen blev belyst i forrige afsnit og i forlængelse heraf, vil dette afsnit præsentere de forskellige aflønningskomponenter, samt undersøge, hvilken betydning skattelovgivningen har for incitamenteffekten i forhold til valget af heraf. Afsnittet vil indledningsvist præsentere de skattemæssige overvejelser, der kan være relevante forud for valget af aflønningsinstrumenter, som vil efterfølges af en introduktion og skattemæssigbehandling af henholdsvis kontantbaseret – og aktiebaseret vederlagskomponenter. Afslutningsvist vil afsnittet undersøge, hvilke komponenter, der understøtter William Demants motiver mest effektivt, samt i forhold til skattelovgivningen danner grundlag for den mest optimale ordning, både i forhold til William Demant og for de direktionsmedlemmer, der er tiltænkt, at skulle omfattes af ordningen.

4.1 Skattemæssige overvejelser

De skattemæssige overvejelser har betydning for den incitamentseffekt, der skabes ved anvendelse af de enkelte aflønningskomponenter. Det kan derfor være relevant, at se på hvilke skatteregler, som danner grundlag for den mest økonomisk fordelagtige ordning, for begge parter.

Skats betydning er afgørende for størrelsen af lederens belønning, og derfor kan det også være i et selskabs interesse, at tilbyde en incitamentsordning, hvis fundament er gjort ud fra betragtninger, der skattemæssigt gavner begge parter. Tilsvarende vil det også gavne lederens motivation, samt medvirkende til, at forstærke synergien mellem selskabets motiver og selve ordningen.

Den skattemæssige behandling afhænger generelt af den nærmere ordlyd af den aftale, der er indgået mellem selskabet og den ansatte, men som udgangspunkt skal en medarbejder, der erhverver et formuegode fra sin arbejdsgiver, uden at der betales fuldt vederlag herfor, medregne værdien til den personlige indkomst, hvilket følger af statsskatteloven § 4, samt ligningslovens § 16. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 38-39). Den nærmere skattemæssige behandling for de enkelte komponenter følger af næste afsnit.

Uanset om der i en incitamentsordning tildeles aktier, købe – eller tegningsretter kan selskabet fradrage de udgifter, der er forbundet med etableringen og administrationen af en incitamentsordning, herunder revisor – og advokatudgifter. Udgifterne er fradragsberettiget, når de afholdes, hvilket beror sig i en fortolkning af driftsudgiftsdefinitionen jf. statsskattelovens § 6, litra a. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 39). Fradragsretten er betinget af, at de udgifter, der er forbundet med incitamentsordningen kan anses for, at understøtte, erhverve og vedligeholde selskabets foretagne, samt for købe - og tegningsretter, at disse kan forbindes direkte med aflønning af medarbejdere. Selskabets fradrag opgøres for køberetter som forskellen mellem udnyttelseskursen og markedskursen på udnyttelsestidspunktet, og for tegningsretter forskellen mellem markedsværdien og den favørpris aktierne er tegnet til. Købe – eller tegningsrettens værdi på udnyttelsestidspunktet svarer til den fradragsberettigede udgift selskabet har ret til, men denne kan først fradrages ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det indkomstår, hvor købe – eller tegningsretten udnyttes (Ligningsloven, 2016, s. §28, stk. 3). Såfremt aktier, købe – eller tegningsretter tildeles af et andet koncernforbundet selskab, end det selskab, hvori medarbejderen er ansat, skal det arbejdsgivende selskab være opmærksom på, at der indtræder en eventuel beskatning jf. kursgevinstlovens § 4, stk. 2. Det skyldes, at koncernen eller et andet koncernforbundet selskab har afholdt en lønudgift, der egentlig påhviler det arbejdsgivende selskab. Såfremt det arbejdsgivende selskab ikke refunderer denne lønudgift, betegnes denne disposition som et tilskud, hvilket jf. statsskattelovens § 4 er skattepligtig. Som hovedregel er et tilskud, der er ydet ud fra en driftsmæssig betragtning som

udgangspunkt skattepligtig for modtageren og fradragsberettigede for tilskudsyderen, men hvor undtagelsen til denne regel er, at finde i selskabslovens § 31 D, der indeholder en skattebestemmelse, der giver mulighed for, at tilskud mellem koncernforbundne selskabet kan undtages fra den generelle skattepligt. Skattebestemmelsen sidestiller tilskud med udbytter ud fra den betragtning, at der ikke sker nogen forøgelse af koncernens skatteevne, når der internt gives tilskud selskaberne imellem. Betingelsen for, at der kan opnås skattefrihed er, at der ikke forekommer nogen modydelse, der kan knyttes til tilskuddet og, at der ligeledes kun er tale om rene tilskud. Det koncernselskab, der yder tilskuddet kan ikke få fradrag for tilskuddet, da fradragsretten kun gælder for det modtagne selskab. Skattebestemmelsen i selskabslovens § 31 D har ikke hjemmel til, at regulerer selskabsretslige eller regnskabsmæssige regler, og derfor kan anvendelsen heraf indebære selskabsretslige problemstillinger i forhold til erstatningsansvar og kompetencer. Beslutningen om, at yde et andet koncernforbundet selskab tilskud, kræver almindeligvis generalforsamlingens godkendelse, og som udgangspunkt kan tilskuddet ikke overstige et beløb, der er større end, hvad der kan udloddes som udbytte. (SKAT.dk, 2017).

Oticon Fonden, der ejer størstedelen af William Demant vil ikke kunne anvende skattebestemmelsen i selskabslovens § 31 D, da en fond ikke kan indgå i sambeskatning, hvilket vil medføre, at et tilskud ydet af Oticon Fonden vil være skattepligtigt. William Demant vil som moderselskab godt kunne yde tilskud til et andet koncernforbundet selskab indenfor selskabslovens § 31 D. (*Ibid.*).

I de efterfølgende afsnit behandles henholdsvis de kontantbaseret – og de aktiebaseret vederlagskomponenter, hvor sondringen er gjort ud fra, den betragtning, af hvorvidt vederlagskomponenterne afvikles kontant eller med egenkapitalinstrumenter.

4.2 Kontantbaseret vederlagskomponenter

I dette afsnit introduceres og gennemgås den skattemæssige behandling, for et udsnit af de kontantbaseret vederlagskomponenter, der kan anvendes i forbindelse med en incitamentsordning.

Såfremt vederlagskomponenterne er eller kan gøres afhængig af selskabets kursudvikling, er de jf. IFRS 2 karakteriseret som aktiebaseret vederlæggelse, men fordi afviklingen sker kontant, er de efter IFRS 2 kategoriseret som kontantordninger. Denne sondring er valgt, at benytte i dette afsnit, for vederlagskomponenter, der er afhængig af kursudviklingen. Eksempelvis er fantomaktier også indbefattet under termen aktieløn, men fordi fantomaktier afvikles kontant er det valgt, at behandle dette vederlagskomponent i dette afsnit.

4.2.1 Fantomaktier

Fantomaktier er en betegnelse, der er opstået indenfor erhvervslivet, som dækker over en række forskellige aflønningsformer. (SKAT.dk, 2017). Det mest fremtrædende karaktertræk ved fantomaktier er, som begrebsnavnet indikerer, at aktien ikke eksisterer i virkeligheden, hvilket juridisk betyder, at indehaveren af en fantomaktie ikke har de samme rettigheder som en aktionær. Ved tildeling af fantomaktier, får indehaveren typisk ret til en bonus eller et kontant beløb, som er afhængig af enten selskabets resultat, kursudvikling eller bestemte nøgletal. Fantomaktier adskiller sig fra aktieoptioner, warrants og konvertible obligationer ved, at indehaveren af fantomaktien ikke på noget tidspunkt bliver ejer af den underliggende aktie. Der vil derfor altid være tale om et kontant beløb, fordi indehaveren opnår et afkast uden, at eje aktien. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 177). Fantomaktier kan som beskrevet dække over en række forskellige aflønningsformer, men fælles for dem alle er, at der overordnet set er tale om en bonusordning, som er baseret på selskabets økonomiske udvikling (*Ibid.*). William Demant ønsker, at aflønne med skyggeaktier, som er et andet synonym for fantomaktier, hvorfor disse vil blive gennemgået herunder.

4.2.1.1 Skyggeaktier

Tildelingen af skyggeaktier medfører tilsvarende, at indehaveren modtager afkastet af en syntetisk aktie. Oftest forgår det således, at indehaveren tildeles et antal enheder, hvor hver enhed svarer til den teoretiske ækvivalent af en aktieandel i selskabet. Den værdi som, hver enhed tildeles svarer normalt til markedsværdien eller den bogførte værdi af selskabets faktiske beholdning af aktier på tidspunktet, hvor tildelingen finder sted. Indenfor den periode, hvor aftalen løber, følger skyggeaktien kursudviklingen for selskabets aktier, og afhængig af aftalens nærmere ordlyd, vil selskabet udbetale udbytteækvivalenter for hver enhed, som svarer til det udbytte aktionærene modtager for besiddelse af de faktiske aktier. (Hancock, 1969).

For god ordens skyld bør det nævnes, at termen skyggeaktier er forbundet med to definitioner, men hvor dette speciale kun vil anvende ovenstående. Det skyldes, at den anden definition for skyggeaktier omfatter Global Depositary Receipts (GDR) eller American Depositary Receipts (ADR) (Børsen, 2012), men disse anvendes ikke i forbindelse med incitamentsordninger, da denne type af skyggeaktier oftest er meget risikobetonet og konstrueret med det formål, at rejse ny kapital. Skyggeaktier som GDR og ADR er certifikater eller værdipapirer, som er udstedt af en depotbank, der køber aktierne af udenlandske selskaber og opbevare dem. Det certifikat, som banken udsteder

til indehaveren repræsenterer ejerskabet over et antal underliggende aktier i et udenlandsk selskab. Certifikaterne kan noteres og handles uafhængigt af de underliggende aktier og indehaveren af GDR eller ADR certifikatet har som regel de samme rettigheder som for moderaktien med hensyn til udbytte og stemmeret ved generalforsamlinger.

4.2.1.2 *Stock Appreciation Rights (SAR)*

Stock Appreciation Rights (SAR) benævnes til tider også for fantomaktier, fordi begge er udskudte kontantbonusser, hvor værdien af bonussen er en funktion af den fremtidige aktiepris. Tildelingen af SAR giver indehaveren en ret til en bonusudbetaling i enten kontanter eller aktier svarende til stigningen i selskabets aktier over en specifik periode. SAR anvendes ofte i forbindelse med aktieoptioner for derved, at give ledende medarbejder muligheden for, at købe de aktier, som er optjent i forbindelse med aktieoptionerne. Modsat aktieoptioner, er indehaveren af SAR ikke forpligtet til, at betale udnyttelseskursen og kan kun modtage stigningen i aktieprisen. Brugen af SAR har de tilsvarende styrker og svagheder, der opstår, når compensationen bliver en funktion af aktiekursen. (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 687).

Grundet de ovenfor nævnte eksempler på fantomaktier er begrebet er ikke helt nøje afgrænset rent juridisk, hvilket også i nogle tilfælde medfører, at de skatteretslige konsekvenser ikke er helt afdækket, eksempelvis for ordninger, der er udformet meget individuelt eller for ordninger, der består af kombinationer af kendte aflønningskomponenter. Det betyder ligeledes, at der ved tildeling af fantomaktier ikke medfølger en bestemt skatteretlig konsekvens. De skatteretslige konsekvenser vurderes ved, at se nærmere på, hvilke elementer den konkrete aftale eller ordning indeholder, hvorefter hvert element behandles for sig ud fra de gældende skatteregler. (SKAT.dk, 2017). Fantomaktier kan ikke beskattes som aktieindkomst, fordi der ikke på noget tidspunkt er skatteretligt tale om en aktie, derfor beskattes afkastet af en fantomaktie normalt som A-indkomst inklusiv arbejdsmarkedsbidrag efter kildeskattelovens § 43, stk. 1, samt arbejdsmarkedsbidragslovens § 8, stk 1, litra a. Værdien af fantomaktien skal registreres i indkomstopgørelsen for indeværende indkomstår, hvor indehaveren af fantomaktien modtager udbetalingen og senest seks måneder efter tidspunktet for retserhvervelse. Såfremt ordningen indeholder en bestemmelse om, at udbetalingen først kan indtræffe, når der udbetales udbytte til aktionærene, er udbetalingen betinget af generalforsamlingens godkendelse, hvilket betyder, at bonussen først anses for erhvervet, når generalforsamlingen har truffet beslutning om udlodning af udbytte. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 177-178).

Fantomaktier kan med fordel anvendes i forbindelse med en incitamentsordning, hvis det bagvedliggende motiv er et ønske om, større interessesammenfald mellem ledere og aktionærer, men hvor det ikke ønskes, at der skal ske en udvidelse af ejerkredsen. En tildeling af fantomaktier medfører ikke, at indehaveren eller lederen erhverver de samme rettigheder som aktionærerne, herunder stemmeret ved generalforsamlinger, hvilket betyder, at den fulde autoritet i forhold til beslutningstagning på selskabets vegne forbliver hos ejerne. Yderligere er der heller ikke nogen selskabsretslige regler, der ligger til hindre for selskabets udformning af en ordning, så længe der opereres indenfor rammen af, hvad der må anses som forsvarligt i henhold til selskabets eller koncernens økonomiske situation. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009). En ordning med fantomaktier er desuden administrativt lettere end en ordning med aktieoptioner eller aktietegningsretter, da udbetalingen behandles som almindelig løn og ikke kræver yderligere erklæringer eller lignende. Formålet med fantomaktier er, at skabe en incitamentseffekt, men denne lider ud fra deltagerens synspunkt et knæk, eftersom tildelingen af fantomaktier ikke medfører en faktisk ejerandel i selskabet og dermed heller ikke værdien af den underliggende aktie eller dens fremtidige afkast. Det kan derfor syntes lidt som om, at deltageren bliver snydt for den fulde ret til andelen af den værditilvækst som vedkommende har været med til, at skabe eftersom en del af de beslutninger og handlinger som deltageren foretager sig også påvirker selskabets fremtidige evne til, at skabe værdi for aktionærerne. Yderligere påvirkes fantomaktiernes incitamentseffekt af, at afkastet ikke beskattet som aktieløn med 27/42 %, men med 56% som almindelig løn.

4.2.2 Præsentationsbonus

Præsentationsbonus eller performancebonus er et andet kontantbaseret vederlagskomponent, hvor bonussen er betinget af, at den pågældende medarbejder opnår bestemte mål, enten personlige eller virksomhedsrelaterede. Oftest anvendes en tidshorizont på et år, typisk et regnskabsår, hvor bonussen vil blive udbetalt til medarbejderen, såfremt denne har præsteret, at indfri de forventede resultater. (Bech - Bruun, 2012).

Præsentationsbonus beskattes med 56% som almindelig lønindkomst efter kildeskattelovens § 43, stk 1 og § 49 A. Beskatningstidspunktet er tidspunktet for betaling og senest 6 måneder efter retserhvervelsestidspunktet, da selskabet har indeholdelsespligt for A-skat og AM-bidrag, som nødvendiggør, at tidspunktet for retserhvervelse skal konkretiseres. Selskabet har tilsvarende fradragsret for udgifterne herfor efter statsskattelovens § 6, stk. 1, litra a. (SKAT.dk, 2017).

Fordelene ved, at anvende præsentationsbonus er, at der ikke er nogen specifikke krav til ordningen om bemyndigelse fra generalforsamlingen, og bestyrelsen kan derfor udforme ordningen så, at den understøtter selskabet og ledelsens behov. En præsentationsbonusordning er skattemæssigt enkel, at

administrere, eftersom bonussen beskattes som almindelig løn. Afhængig af ordningens størrelse og kompleksitet kan den være ressourcekrævende, såfremt den omfatter en bred personkreds, der alle hver især skal indfri individuelle mål. (Bech - Bruun, 2012).

4.2.3 Fastholdelsesbonus

Fastholdelsesbonus benævnes også retention bonus eller stay on-bonus, og er en bonusordning, der har til formål, at give medarbejderen et incitament til, at fortsætte deres ansættelsesforhold i selskabet.

Ordningen er oftest udformet således, at udbetalingen af bonussen er betinget af, at medarbejderen fortsat skal være ansat på et eller flere fremtidige angivne tidspunkter. (Bech - Bruun, 2012)

På tilsvarende vis som med fantomaktier og præsentationsbonusser beskattes fastholdelsesbonusser som almindelig lønindkomst med op til 56% efter kildeskattelovens regler, og selskabet har ligeledes fradrag for udgifterne forbundet herved. (*Ibid.*).

Fordelen ved, at anvende fastholdelsesbonusser er, at denne type af ordning er relativ enkel for et selskab, at etablere og administrere, eftersom fastholdelsesbonusser ikke er særskilt reguleret i selskabslovgivningen og beskattes som almindelig løn. Det giver samtidig selskabet en større frihed til, at udforme ordningen, således at den matcher selskabets behov. Fastholdelsesbonusser henvender sig normalt til et mere kortsigtet perspektiv, fordi det i praksis har vist sig vanskeligt, at udforme denne type ordning, idet domstolene har strammet grebet for udformningen heraf. Derfor anvendes fastholdelsesbonusser primært i forbindelse med projektorienterede eller tidsbegrænsede arbejdsopgaver, hvor selskabet har behov for, at fastholde nøglemedarbejdere og kernekompetencer. (*Ibid.* s. 40).

Incitamenteffekten ved brugen af fastholdelsesbonusser lider bl.a. grundet beskattningen heraf, af de samme svagheder som fantomaktier og præsentationsbonusser. Både præsentationsbonusser og fastholdelsesbonusser er hovedsagligt ikke forbundet med aktiekursen, hvilket kan medvirke til, at forstærke incitamentet ved disse typer, eftersom bonussen er betinget af faktorer, som deltagerne i højere grad er herre over. De mål som de forskellige vederlagskomponenter er baseret på vil blive belyst nærmere i detaljer i senere afsnit 5. *Den teknisk udformning*

4.3 Aktiebaseret vederlagskomponenter

I dette afsnit introduceres og gennemgås den skattemæssige behandling, for et udsnit af de aktiebaseret vederlagskomponenter, der kan anvendes i forbindelse med en incitamentsordning.

Fællesbetegnelsen aktieløn dækker overordnet over de nedenfor beskrevet aflønningskomponenter, da aktieløn hovedsagligt er begrænset til aflønning med optioner, warrants, konvertible obligationer og fantomaktier, hvor sidstnævnte grundet afviklingen sker kontant er behandlet i forgående afsnit. Dette kan

endvidere begrundes med, at medarbejderes risiko er begrænset i form af, at medarbejderen først betaler for aktierne, når komponenterne udnyttes. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 155). Aflønning med aktier vil ikke blive behandlet nærmere i dette speciale, da denne aflønningsform ikke vil være hensigtsmæssig for et børsnoteret selskab som William Demant, hvilket er yderligere beskrevet i specialets afgrænsning.

4.3.1 Aktieoptioner

En aktieoption "*(...) er en ret, men ikke en pligt til på et fremtidigt tidspunkt eller i en fremtidig periode at købe eller sælge en given mængde aktier til en på forhånd fastsat pris (...)*" (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 33). Ved en given mængde aktier forstås en allerede på forhånd eksisterende mængde aktier, og ved en på forhånd fastsat pris menes til udnyttelseskurs.

I forhold til incitamentsordninger vil der oftest anvendes købsoptioner¹, men som beskrevet i definitionen kan en aktieoption både være en ret til, at købe og til, at sælge aktier. En aktieoption benævnes ligeledes for en køberet, som tilsvarende kan afvikles ved differenceafregning eller udløbe uudnyttet. Selskabet, der udsteder aktieoptionen benævnes for optionsudsteder og medarbejder, der modtager aktieoptionerne benævnes for optionsindehaveren. Optionsudstederen er den som er forpligtet til, at sælge eller købe aktieoptioner og optionsindehaveren er den som har retten til, at købe eller sælge aktieoptionerne. I praksis forgår tildeling af en option oftest således, at der fra tildelingstidspunktet og til retserhvervelsestidspunktet går en rum tid, såfremt der er knyttet betingelser til tildelingen af optionen. Når disse anses for opfyldt, indtræffer udnyttelsesperioden, hvor medarbejderen kan vælge, at udnytte sin aktieoption, hvilket oftest forgår ved en differenceafregning, hvor optionsindehaveren betaler udnyttelseskursen til selskabet eller aktieoptionsudstederen for, at der kan ske en faktisk levering af den underliggende aktie. Vælger medarbejderen ikke, at udnytte aktieoptionen bortfalder retten til, at købe aktier. Det er kun fordelagtigt for medarbejderen, at udnytte optionen, hvis kursen på den underliggende aktie overstiger udnyttelseskursen, hvilket termen "*in the money*" bruges for. Omvendt, hvis kursen på den underliggende aktie er lavere end udnyttelseskursen siges den, at være "*out of the money*". Er kursen på den underliggende aktie og udnyttelseskursen tilsvarende siges optionen, at være "*at the money*". (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 34).

Aktieoptionen eller køberetten giver ikke kun medarbejderen en ret til, at købe aktier, men også en ret til, at modtage. Aktieoptionsudstederen eller selskabet skal i forbindelse med medarbejderens ret til, at udnytte optionen levere en mængde aktier, og disse kan enten komme fra selskabets egen beholdning af aktier eller ved, at selskabet foretager et opkøb af aktier til markedsværdien, eller ved kapitalforhøjelse,

¹ Der skelnes mellem to former for optioner, amerikanske eller europiske, hvor forskellen er, at europiske optioner kun kan udnyttes på udløbsdatoen, mens amerikanske optioner kan udnyttes på ethvert tidspunkt før udløbsdatoen

hvor selskabet udsteder nye aktier. Almindeligvis ses det, at selskabet oftest har en beholdning af egne aktier ved tildelingstidspunktet, hvilket gøres med henblik på, at undgå kursstigninger frem til perioden, hvor optionen kan udnyttes. (*Ibid.*).

Beskatning af aktieoptioner kan være en kompliceret affære, da der findes en række forskellige skattemodeller, og beskatningen afhænger i høj grad af faktorer som selskabets ønsker og lederens risiko profil. Købe – og tegningsretter, der er tildelt i et ansættelsesforhold behandles efter ligningsloven.

Pr. 12. Maj 2016, besluttede Folketinget, at genindfører loven om skattebegunstigelse af individuelle medarbejderaktieordninger, hvilket giver mulighed for, at konstruerer en incitamentsordning, hvori medarbejderen tildeles aktier, købe – eller tegningsretter, der kan omfattes af ligningslovens § 7P. Reglerne har virkning fra den 1. juli 2016 og omfatter aftaler vedrørende tildeling af aktier, købe – og tegningsretter. (Kromann Reumert, 2016). Eftersom reglerne for beskatning af henholdsvis købe – og tegningsretter er forholdsvis ens, men med enkelte undtagelser gennemgås reglerne for beskatning af tegningsretter tilsvarende herunder i forbindelse med køberetter. Det efterfølgende afsnit omhandlende warrants behandler derfor kun de nævnte undtagelser, hvor tegningsretter ikke følger af de samme regler og bestemmelser som for køberetter.

Ligningslovens § 7P – Beskatning på salgstidspunktet

I hovedtræk omfatter loven,

- at gevinst på aktier, købe – og tegningsretter skal beskattes hos medarbejderen som aktieindkomst, hvilket betyder maksimalt 42%, og ikke som løn. Førhen blev aktieløn, som udgangspunkt beskattet som løn, med op til 56%.
- Dernæst bliver beskatningstidspunktet for tildeling af aktier, købe – eller tegningsretter udskudt, hvilket betyder, at der ikke beskattes ved selve tildelingen af aktier m.v., samt heller ikke ved udnyttelsen af købe – eller tegningsretter. Beskatningen udløses først på tidspunktet for salget af aktierne.
- Værdien af de tildelte aktier, købe – eller tegningsretter kan ikke skattemæssigt fradrages af det arbejdsgivende selskab. (Kromann Reumert, 2016).

For, at en incitamentsordning kan være omfattet af ligningslovens § 7P, så skal en række betingelser være opfyldt. Først og fremmest, er det en betingelse, at den ansatte og det selskab, hvor den pågældende er ansat, indgår en aftale imellem om, at reglerne i § 7P skal finde anvendelse, hvilket efterfølgende skal indberettes til SKAT. Bestyrelsesmedlemmer kan ikke omfattes af reglerne i § 7P. Dernæst skal aftalen indeholde information om, hvorvidt vederlaget består af aktier, købe – eller tegningsretter, samt i hvilket selskab der er erhvervet eller kan erhverves aktier. Aktier, købe – eller tegningsretterne skal være i arbejdsgiverselskabet eller i et koncernforbundet selskab. (SKAT.dk, 2017). Koncernforbundne selskaber, er

som udgangspunkt defineret ved en aktionærkreds eller fond, der direkte eller indirekte ejer mere end 50% af aktiekapitalen i hver af selskaberne, eller når der direkte eller indirekte rådes over mere end 50% af stemmerne i hver af selskaberne (Kursgevinstloven, 2016, s. § 4, stk. 2.), hvilket er tilfældet med Oticon Fonden i William Demant.

Reglerne tillader ikke, at medarbejderen har mulighed for, at overdrage sine aktier, købe – eller tegningsretter. Værdien af vederlaget må ikke overstige mere end 10% af medarbejderens årsløn på tidspunktet, hvor aftalen bliver indgået. Den økonomiske værdi af tildelte købe – og tegningsretter opgøres på tildelingstidspunktet, men som udgangspunkt beregnes værdien af vederlaget først, når udnyttelseskursen ligger fast, og senest på retserhvervestidspunktet. Dette kan i nogle tilfælde fraviges. Eksempelvis, har medarbejderen i tilfælde, hvor retserhvervelsen sker før udnyttelseskursen er fastlagt mulighed for, at vælge, at værdien af aktierne m.v. først skal vurderes, når udnyttelseskursen er fastlagt. Medarbejderen har ligeledes mulighed for, at fravige reglen i tilfælde, hvor vederlaget overstiger grænsen for de 10%, hvis udnyttelseskursen er fastlagt, men hvor retserhvervelsen sker over flere omgange, fordi medarbejderen har mulighed for, at fordele den samlede værdi af vederlaget ud på de år, hvor retserhvervelsen af vederlaget indtræffer. (Kromann Reumert, 2016).

Såfremt grænsen for den økonomiske værdi på 10% af medarbejderens årsløn overstiges, og ikke omfatter de beskrevne tilfælde, hvor der kan fraviges, bliver den del af de tildelte aktier m.v., der kan holdes indenfor grænsen på de 10% omfattet af ligningslovens § 7P, mens den resterende del herudover beskattes efter reglerne i ligningslovens § 16 og 28. Dernæst skal købe – og tegningsretter, der giver ret til erhvervelse af aktier i et noteret selskab værdiansættes efter Black-Scholes formlen. Det er endvidere en betingelse af ligningslovens § 7P, at der sker en levering af aktier, såfremt medarbejderen vælger, at udnytte sine købe – eller tegningsretter. Reglerne tillader ikke differenceafregning af købe – og tegningsretterne, dog er der ikke tale om differenceafregning i tilfælde, hvor erhvervede aktier ved udnyttelse af køberetter sælges straks herefter således, at udnyttelsen af køberetten og salget af aktierne sker i forlængelse af hinanden, og herved som et led i en samlet transaktion. Tilsvarende har medarbejderen også mulighed for, at indgå en aftale om salg af aktier, inden medarbejderen vælger, at udnytte sine købe – eller tegningsretter til erhvervelse af disse aktier, og herved vil der ligeledes heller ikke være tale om differenceafregning. (*Ibid.*).

Set ud fra et medarbejdersynspunkt, skaber reglerne i ligningslovens § 7P en positiv incitamentseffekt, eftersom beskattningen er ganske attraktiv. Beskattningen sker først, når aktierne sælges og dernæst som aktieindkomst, hvilket betyder med højest 42%. Ligningslovens § 7P indeholder ikke en selvstændig beskatnings hjemmel, så derfor anvendes reglerne i Aktieavancebeskatningsloven for aktier, der enten er

erhvervet direkte, eller gennem købe – og tegningsretter. Reglerne kan ligeledes anvendes i situationer, hvor medarbejderen modtager aktier gratis eller til en favørpris.

Vælger medarbejderen, at udnytte sin købe – eller tegningsret, sker der ingen beskatning af selskabet, af den præmie, som medarbejderen betaler for erhvervelsen af aktierne, eftersom den indgår som betaling for aktierne og dermed som en del af kapitalforhøjelsen. Vælger medarbejder derimod ikke, at udnytte sin ret, sker der ikke nogen beskatning af medarbejderen, men præmien, som medarbejderen har betalt for modtagelsen af købe – eller tegningsretter bliver skattepligtig for selskabet jf. statsskattelovens § 4. (SKAT.dk, 2017).

Uanset om det er det arbejdsgivende selskab eller koncernen, der har tildelt aktier, købe – eller tegningsretter, der er omfattet af ligningslovens § 7P, kan værdien heraf ikke skattemæssigt fradrages efter statsskattelovens §6, litra a. Argumentet herfor er, at det ikke skal være muligt, at fradrage den modsvarende udgift ved tildeling af aktier, købe – eller tegningsretter til en beskatning som aktieavance. (*Ibid.*).

Efter aftaleindgåelse, skal selskabet foretage en markering i indkomstregisteret, samt indberette oplysninger, når købe – og tegningsretterne udnyttes til erhvervelse af aktier, eller når erhvervelsen af aktier sker direkte.

Såfremt selskabet og medarbejderen ikke indgår aftale om, at reglerne i ligningslovens § 7P finder anvendelse eller i tilfælde, hvor incitamentsordningen indeholder elementer, der gør at ordningen ikke kan omfattes af § 7P, finder ligningslovens § 28 anvendelse. Elementer, som ligger til hindre for, at § 7P, kan anvendes kan eksempelvis være, hvis ordningen indeholder en bestemmelse om, at købe – og tegningsretter kan overdrages, eller hvis der er tale om aktier i særklasse. (*Ibid.*).

Ligningslovens § 28 – Beskatning på udnyttelsestidspunktet.

Beskatning af købe – og tegningsretter i henhold til ligningslovens § 28, indtræder først på tidspunktet, hvor købe – eller tegningsretten udnyttes eller afstås. Medarbejderen beskattes dermed først, når købe – eller tegningsretten udnyttes, og der sker en faktisk levering af aktier, eller på tidspunktet, hvor købe – eller tegningsretten sælges. (SKAT.dk, 2017). Betingelserne for, at ligningslovens § 28 kan finde anvendelse, kræver som udgangspunkt, at købe – og tegningsretter skal være tildelt enten i forbindelse med et ansættelsesforhold eller som vederlagt for personligt arbejde. (EY.com, 2015). Medlemmer af bestyrelsen, samt medhjælpere af selskabets bestyrelsen kan modsat reglerne i § 7P godt tildeles købe – og tegningsretter til aktier eller anparter, der er i overensstemmelse med § 28, såfremt kravet om, at disse modtages som løn er opfyldt (*Ibid.*).

Beskatningen af henholdsvis købe – og tegningsretter, der er omfattet af ligningslovens § 28, sker jf. statsskattelovens § 4 og jf. ligningslovens § 16, samt personskattelovens § 3, som almindelig lønindkomst med op til 56 %², inklusiv arbejdsmarkedsbidrag. Såfremt medarbejderen vælger ikke, at udnytte købe – eller tegningsretten sker der ingen beskatning. Værdien af købe – og tegningsretterne udgør beskatningsgrundlaget³, hvilket er forskellen mellem aktiernes markedsværdi ved udnyttelsen og det faktiske beløb, som medarbejderen samlet har betalt for aktierne. (EY.com, 2015). Sælges købe – eller tegningsretterne beskattes forskellen mellem den lønbeskattede værdi og salgsprisen som aktieindkomst med 27/42 % afhængig af beløbets størrelse, hvilket også gælder efterfølgende gevinst (Bech - Bruun, 2012, s. 9). Modsat ligningslovens § 7P, kan køberetter omfattet af § 28 godt udnyttes ved differenceafregning, hvor medarbejderen modtager et beløb svarende til forskellen mellem købskursen og aktiens markedskurs på udnyttelsestidspunktet uden, at der sker levering af aktien. Beskatningsgrundlaget er det beløb medarbejderen får udbetalt fratrullet en eventuel egenbetaling. (SKAT.dk, 2017). Ordninger, der er omfattet af ligningslovens § 28 er fradragsberettiget for selskabet og fradragstidspunktet for værdien af henholdsvis de tildelte aktier, aktieoptioner eller warrants opgøres på udnyttelses – eller salgstidspunktet. (Bech - Bruun, 2012).

Ligningslovens § 16 – Beskatning efter de almindelige regler om retserhvervelse:

For ordninger, hvor der tildeles købe – eller tegningsretter, der ikke kan omfattes af ligningslovens § 7P eller § 28, sker beskatningen efter ligningslovens § 16, hvor værdien af henholdsvis købe – eller tegningsretterne beskattes som lønindkomst på retserhvervelsestidspunktet. Værdien af henholdsvis købe – eller tegningsretterne opgøres til markedsværdien for tidspunktet for retserhvervelse, inklusivt fradrag for en eventuel egenbetaling. Tilsvarende skal der beregnes og betales arbejdsmarkedsbidrag af værdien af købe – og tegningsretterne. I tilfælde, hvor købe – eller tegningsretten retserhverves på udnyttelsestidspunktet, hvilket vil sige tidspunktet hvor aktien enten købes eller tegnes, bliver værdien opgjort som forskellen mellem markedskursen og udnyttelseskursen for køberetter og som værdien mellem markedskursen og tegningskursen på udnyttelsestidspunktet for tegningsretter. Når retten til henholdsvis købe – eller tegningsretterne endeligt er erhvervet sker beskatningen af medarbejderen enten efter aktieavancebeskatningsloven eller kursgevinstloven. (SKAT.dk, 2017).

Sondringen mellem, hvorvidt beskatningen skal ske efter aktieavancebeskatningsloven eller kursgevinstloven gælder der for køberetter, at disse som udgangspunkt skal beskattes efter

² Gennemsnitlig marginalsattesats for 2018 i en gennemsnitskommune for personlig indkomst (Skatteministeriet, 2017)

³ Aktier, der købes eller tegnes ved udnyttelse af købe – eller tegningsretter, anses for anskaffet til aktiernes markedskurs på udnyttelsestidspunktet og fremgår af praksis for aktieavancebeskatningsloven. (SKAT.dk, 2017)

aktieavancebeskatningsloven, men i tilfælde, hvor køberetter ikke kan omfattes af aktieavancebeskatningsloven, beskattes de som finansielle kontrakter efter kursgevinstloven. Aktieavancebeskatningsloven finder anvendelse for køberetter, hvor der er indgået en aftale mellem modtageren og selskabet om, at køberetten kun anses for opfyldt ved køb af aktier og, hvor der tilsvarende ikke er indgået nogen form for modgående kontrakt. Udnyttelse af køberetten til køb af aktier udløser ingen beskatning, fordi køberetten beskattes sammen med den underliggende aktie og beskatningen udskydes derved til tidspunktet, hvor den underliggende aktie sælges. Medarbejderens eller modtagerens gevinst opgøres som forskellen mellem salgskursen og udnyttelseskursen, inklusiv det beløb, som blev beskattet på retserhvervelsestidspunktet, samt eventuel egenbetaling. (SKAT.dk, 2017). Udløber køberetten uudnyttet sker, der ingen efterfølgende beskatning, fordi køberetten beskattes sammen med den underliggende aktie, der aldrig bliver købt. Generelt er køberetter, der enten sælges eller afstås ved differenceafregning, omfattet af kursgevinstloven, og disse behandles som finansielle kontrakter, hvor der sker beskatning af gevinst eller tab efter lagerprincippet⁴. Det betyder for den skattepligtige modtager, at uanset, hvorvidt der er realiseret en gevinst eller et tab, så sker der en løbende beskatning. Eventuel gevinst beskattes efter personskattelovens § 4, stk. 1, nr. 2, som kapitalindkomst. (SKAT.dk, 2017). Udløber køberetten uudnyttet skal tabet eller gevinsten tilsvarende avanceopgøres efter lagerprincippet for tidspunktet for udløbet af køberetten. En køberet, der er omfattet af kursgevinstloven, som udnyttes til køb af aktier, beskattes frem til og med købet af aktien efter lagerprincippet, fordi aktier købt som følge af udnyttelsen af en køberet følger reglerne af Aktieavancebeskatningsloven. (*Ibid.*).

4.3.2 Warrants

"En warrant er en aktietegningsret, der giver indehaveren en ret, men ikke en pligt til på et fremtidigt tidspunkt eller i en fremtidig periode, at nytegne en given mængde aktier i det udstedende selskab til en på forhånd fastsat pris" (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 35).

I denne definition skal warrant forstås som en tegningsret, fordi begrebet warrant også kan bruges i forhold til køb af obligationer og valuta, men disse er omfattet af kursgevinstloven, hvorimod tegningsretter til aktier er omfattet af aktieavancebeskatningslovens regler (SKAT.dk, 2017). Tegningsretter kan enten udnyttes til, at tegne aktier, sælges eller udløbe uudnyttet.

⁴ Lagerprincippet - Gevinst eller tab på en kontrakt opgøres som forskellen mellem værdien af kontrakten ved indkomstårets udløb og værdien ved indkomstårets begyndelse (Kursgevinstlovens § 33, stk. 1) og denne skal medregnes i indkomstopgørelsen.

Den på forhånd fastsatte pris kaldes også for tegningskursen, som er den kurs warrantindehaveren nytegner aktier i selskabet efter. Det er kun det udstedende selskab, der kan udstede warrants og ved udnyttelse af warrants sker der en kapitalforhøjelse i selskabet som skyldes, at der tegnes nye aktier i selskabet. I forhold til optioner, adskiller warrants sig ved, at det ikke er muligt, at udstede warrants, der giver retten til, at sælge aktier, lige som det heller ikke er muligt, at differenceafregne warrants. Udstedelsen af warrants kræver modsat aktieoptioner generalforsamlingens bemyndigelse (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009). Warrants følger samme retningslinjer for prisdannelse som aktieoptioner, men ved udnyttelsen sker der en forøgelse af antallet af udestående aktier og af selskabets egenkapital. Når indehaveren af warranten tegner aktier til en kurs, som er lavere end selskabets aktiekurs på tegningstidspunktet, vil der blive overført værdier fra den siddende aktionærkreds til de nye aktionærer, hvilket betyder, at de nye aktionærer får en andel af selskabets aktiver uden, at skulle betale den fulde markedsværdi for dem. Aktiekursen efter en tegning, vil herefter være lavere end før aktierne blev tegnet. (*Ibid.*)

Beskatning af henholdsvis købe – og tegningsretter blev gennemgået i forgående afsnit - 4.3.1

Aktieoptioner, hvor det blev beskrevet, at de gældende regler og bestemmelser vedrørende købe – og tegningsretter i mange henseender er ens, dog med enkelte undtagelser. Eksempelvis i forbindelse med ligningslovens § 28, der tillader brugen af differenceafregning, gælder dette ikke for tegningsretter, eftersom tegningsretter kun kan udnyttes ved, at der tegnes aktier, og udnyttelsen af en tegningsret vil altid medføre, at der sker en levering af aktier. Køberetter kan som tidligere nævnt udnyttes enten ved køb og levering af aktier eller ved differenceafregning. (SKAT.dk, 2017).

Af ligningslovens § 16 følger, at værdien af købe – og tegningsretter først beskattes på retserhvervelsestidspunktet, men modsat køberetter, der enten beskattes efter aktieavancebeskatningsloven eller som finansielle kontrakter efter kursgevinstloven, kan tegningsretter kun beskattes efter aktieavancebeskatningsloven. Den skattepligtige værdi af tegningsretterne opgøres til markedsværdien på retserhvervelsestidspunktet, og beskattes som lønindkomst med fradrag af medarbejderens egenbetaling. Sælges tegningsretterne før de udnyttes til, at tegne aktier, sker der beskatning af henholdsvis gevinst og tab efter aktieavancebeskatningslovens § 1, stk. 4. Tab eller gevinst opgøres som forskellen mellem salgsprisen og det beløb medarbejderen blev beskattet ved på retserhvervelsestidspunktet inklusiv tillæg af eventuel egenbetaling. Ligeledes gælder det for tegningsretter, der udløber uudnyttet, at medarbejderen har ret til, at fradrage det beløb som medarbejderen blev beskattet af på tidspunktet for retserhvervelse, samt det beløb medarbejderen eventuelt har betalt for tegningsretterne. Differenceafregning er tilladt i ligningslovens § 16, men kan ikke finde anvendelse for tegningsretter af samme årsager, som beskrevet ovenfor i forbindelse med § 28.

Såfremt tegningsretten udnyttes til, at tegne aktier, sker beskattningen tilsvarende som for køberetter, der er omfattet af aktieavancebeskatningsloven. Ved udnyttelse af tegningsretterne til, at tegne aktier sker der i første omgang ingen beskatning af medarbejderen, da beskattningen først indtræder, når aktierne sælges. Tab og gevinst gøres op som forskellen mellem aktiens salgskurs og det beløb medarbejderen oprindeligt blev beskattet af på tidspunktet for retserhvervelse inklusivt tegningsbeløbet for aktien og eventuel egenbetaling for tegningsretten. (SKAT.dk, 2017)

Definitionen på en warrant svarer i høj grad til definitionen på en aktieoption, men hvor den centrale forskel er, at warrants ikke kan udstedes med en ret om, at sælge aktier, og dernæst heller ikke kan differenceafregnes (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 36). Fordelene ved, at anvende warrants fremfor aktieoptioner er bl.a., at udnyttelsen af warrants medfører en kapitalforhøjelse i selskabet, i og med, at antallet af udestående aktier og selskabets egenkapital forøges. Dermed skal de siddende aktionærer heller ikke afstå aktier i forbindelse med udnyttelsen af warrants. Ligeledes kræver udstedelse af warrants ikke, at selskabet erhverver egne aktier, eftersom der ikke er nogen leveringsforpligtigelse forbundet herved. Udstedelsen af warrants medfører derfor heller ikke nogen krav til selskabets egenkapital eller likvider. Ulempen ved warrants er, at udstedelsesprocessen i forhold til aktieoptioner er mere omfattende og kræver generalforsamlingens godkendelse. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 112).

4.3.3 Konvertible Obligationer

"En konvertibel obligation er et sammensat instrument, der består af en rentebærende obligation og en konverteringsret (warrant). Konverteringsretten giver indehaveren en ret, men ikke en pligt til på et fremtidigt tidspunkt eller i en fremtid periode, at konvertere obligationen til aktier i det udstedende selskab i et givet forhold. " (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 36).

En konvertibel obligation er i princippet et lån, som medarbejderen giver til selskabet eller det koncernforbundne selskab, som udsteder denne. En konvertibel obligation benævnes tilsvarende for et gældsbrev, men hvor der normalt skelnes i forhold til anvendelsen. Konvertible obligationer anvendes, når der er tale om et af flere homogene gældsbreve, der er en del af en sammenhængende udstedelse og termen gældsbreve anvendes, når der er tale om enkeltstående skyldsforhold. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 37).

Ved tildeling af konvertible obligationer indbetaler medarbejderen som oftest obligationsværdien på tildelingstidspunktet, men konvertible obligationer kan også tildeles vederlagsfrit. I obligationens løbetid, er lånet normalt uopsigeligt både for medarbejderen og for selskabet, med mindre der ligger særlige forfaldsgrunde til årsag. I obligationens løbetid tilskrives det udstedende selskab en rente, som medarbejderen modtager for obligationsdelen. Når medarbejderen vælger, at konvertere lånet til aktier,

sker det til en kurs, der er fastsat på forhånd. Selve konverteringsretten er oftest tilgængelig indenfor en nærmere fastsat periode. Medarbejderen har ret til ikke, at konvertere obligationen til aktier, men i stedet, at få udbetalt obligationens pålydende værdi med renter, hvilket oftest sker, når aktiekursen på udnyttelsestidspunktet er lavere end den konverteringskurs, der er aftalt. (Bech - Bruun, 2012).

Skattemæssigt sondres der mellem obligationen og konverteringsretten til aktier. Konvertible obligationer til et selskabs ansatte er omfattet af ligningslovens § 28, hvor beskatningsgrundlaget er værdien af den konvertible obligation. Værdiansættelse af en konvertibel obligation sker til summen af konverteringsretten og fordringen. (SKAT.dk, 2017). Såfremt de værdiansatte konvertible obligationer overstiger medarbejderens betaling, vil forskellen herimellem blive beskattes som lønaccessorieindkomst i den personlige indkomst jf. statsskatteloven § 4 og personskattelovens § 3. Beskatning af medarbejderen vil ske på retserhvervelsestidspunktet for den konvertible obligation. Renteindtægter for obligationsdelen indgår, som kapitalindkomst som en del af medarbejderens skattepligtige indkomst jf. personskattelovens § 4, stk. 1, nr. 4. Yderligere skal der i beskatningen indgå arbejdsmarkedsbidrag (SKAT.dk, 2017).

Det er først, når indehaveren erhverver aktier ved udnyttelsen af de konvertible obligationer, at disse efterfølgende behandles i overensstemmelse med aktieavancebeskatningslovens §1 stk. 3 i, hvilket ikke medfører en yderligere lønbeskatning af medarbejderen ved konvertering af obligationer til aktier. Heller ikke i tilfælde, hvor aktiernes markedskurs på konverteringstidspunktet er højere end den ansattes konverteringskurs. Det er først, når aktierne sælges, at de beskattes som aktieindkomst efter aktieavancebeskatningsloven med 27/42%.⁵ (*Ibid.*).

Konvertible obligationer kan være attraktivt for et selskab, at anvende fordi selskabet i første omgang bliver tilført kapital, når medarbejderen indbetaler obligationsværdien til selskabet. Dernæst medfører udstedelsen af konvertible obligationer heller ikke en udvanding af aktiekapitalen, eftersom konverteringsretten er en warrant, hvorved selskabet bliver tilført kapital, såfremt konverteringsretten udnyttes. Konvertible obligationer kan ligeledes være med til, at give medarbejderen et incitament til, at forøge selskabets aktiekurs og derved bidrage til, at skabe og opretholde et mere langtidssigtet fokus. Tilsvarende kan det også være en fordel for medarbejderen, at denne aflønnes med konvertible obligationer, fordi det ikke medfører nogen forpligtelse for medarbejderen til, at købe aktier i selskabet. Yderligere medfører konvertible obligationer heller ikke samme risiko som ved aktieinvestering, hvilket betyder, at i tilfælde af kursfald på selskabets aktier er medarbejderen fortsat berettiget til, at få sin investering tilbage. Omvendt, hvis kursen stiger kan medarbejderen konvertere obligationen til aktier til en

⁵ Gevinst fra salg af aktier og udbytter beskattes som aktieindkomst, hvor satsen er 27% for beløb under 48.300 kr. og på 42% for avancer over denne grænse. (SKAT.dk, 2013)

på forhånd fastsat kurs og derved få andel i stigningen på aktierne. Skattemæssigt kan det også være en fordel for medarbejderen, at have valgmuligheden imellem en fordring og en aktie, da der gælder en lavere beskatningssats for aktieindkomst i forhold til lønindkomst. (Bech - Bruun, 2012)

Ulemperne ved, at anvende konvertible obligationer er, at beslutningen om udstedelsen heraf skal behandles på generalforsamlingen, hvilket tidsmæssigt kan besværliggøre processen. Yderligere kræver beslutningen om udstedelsen af konvertible obligationer, at generalforsamlingen tager stilling til de nærmere vilkår, der er knyttet til udstedelsen jf. selskabslovens § 167. Dog er det muligt, at der på generalforsamlingen gives bemyndigelse til, at bestyrelsen kan udstede konvertible obligationer eller warrants i op til en eller flere perioder på 5 år af gangen jf. selskabslovens § 155, stk. 2 og § 169.

4.4 Overvejelser i forbindelse med processen

Inden de skattemæssige konsekvenser belyses, vil dette afsnit kort opsummere den igangværende proces, som er blevet behandlet i de forrige hovedafsnit 2. *Motiv & Adfærd.*, 3. *Dansk og International regulering.*, samt nærværende afsnit 4. *Skat*. Afsnittene er alle del af en proces, der bør gøres i forbindelse med etablering af en incitamentsordning og før de skattemæssige konsekvenser belyses, da det ikke er hensigtsmæssigt, at etablere en incitamentsordning udelukkende på baggrund af de skattemæssige overvejelser. Til det formål er nedstående *Tabel 3* udarbejdet.

Incitamentsordninger: Overblik		Aktiebaseret Vederlagskomponenter			Kontantbaseret Vederlagskomponenter		
		Warranter	Aktieoptioner	Konvertible Obligationer	Fantomaktier/Skyggeaktier	Præsentationsbonus	Fastholdelsesbonus
Komponentsdefinition		Tegningsret, der giver ret til, at nyttege aktier på et fremtidigt tidspunkt	En ret til, at købe eller sælge aktier til en på forhånd fast pris på et fremtidigt tidspunkt	Et lån med en konverteringsret (warrant), der giver ret til, at konverter lånet til nytteget aktier. Lånet kan også vælges indfriet kontant.	Fiktivt værdipapir/aktie, hvor medarbejder får et afkast der svarer til kursudviklingen på en aktie, men uden at eje aktien.	Ingen værdipapirer. Udelukkende ren kontantordning	
Medfører ejerskab		Ja/Nej. Betinget af om aktieoptionen udnyttes.		1) Ja/Nej. Betinget af, om konverteringsretten udnyttes	Nej		
William Demants motiver for incitamentsaflønning		Ja. Alle vederlagskomponenter understøtter dette motiv					
1)Tiltrækning og fastholdelse af dygtige og kompetente ledere og bestyrelsesmedlemmer							
2)Skabe interessesammenfald mellem aktionærer og selskabsledelse		Ja. Udsigten til, at opnå ejerandel i selskabet kan skabe incitament hos ledelsen til, at agere som aktionærerne, og derved skabe interessesammenfald. Fantomaktier medfører ikke ejerandel, men giver incitament til, at agere som en ejer, fordi disse oftest er knyttet til kursudviklingen.					Ja/nej. Præsentationsbonus og fastholdelsesbonus kan bidrage med, at ensrette interesser i forhold til, at skabe et øget fokus på og ønske om, at opnå specifikke mål indenfor en kortere tidshorisont.
Øvrige motiver for incitamentsaflønning							
3)Motivere ledelsen ved, at give resultat - eller præsentationsfremmende incitamenter		Ja. Warranter og aktieoptioner medvirker til, at øge fokuset på de langsigtede resultater og afhænger nærmere af de udnyttelsesbetingelser/mål, der skal opfyldes. Sammenhængen mellem arbejdsindsats og aktiekursen kan reducere incitamentseffekten.	Ja/Nej. Afhænger af om konverteringsretten udnyttes. Giver indehaveren/deltageren et incitament til, at optimere selskabets aktiekurs.		Ja/Nej. Fantomaktier skaber et incitament hos medarbejderen til, at optimere selskabets aktiekurs, fordi bonusses som oftest her knyttet hertil.	Ja. Ordningen afspejler som oftest medarbejderens arbejdsindsats. Værdien af bonussen er som regel betinget af en række vilkår før, bonussen kan udbetales	
4) Likviditets hensyn (likviditetsbesparende mht. faste lønudgifter)		Ja. Den løn/bonus, der er omfattet af ordningen konverteres til værdistigningen i aktier (forudsat, at kursen stiger). Det giver selskabet mulighed for, at udskyde de lønudgifter der er forbundet med ordningen .			Ja. Den lønstigning/bonus, som medarbejder har optjent kan konverteres til udskudt variabel løn		
(i) Likviditetsbelastende for selskabet ved opfyldelse af ordningen		Nej	Ja/Nej. Det afhænger af om selskabet ligger inde med de for nøjndne aktier for, at kunne opfylde aktieoptionerne/sælge aktier/levere aktier til medarbejderen	Ja/Nej. Afhænger af om hovedstolen indfries	Ja		
(ii) Øvrige omkostninger forbundet med ordningen		Ja. Etablering, administration og kontrol kan være ressourcekrævende og omkostningsfuld					Ja/Nej. Afhænger i høj grad af ordningens kompleksitet (individuel eller generelle ordninger, personkreds mm.)
5) Skattemæssige forhold							
Beskatning af medarbejderen		Ja. Mulighed for skatteudskydelse. LL § 7P - Beskatningen udskydes til salgstidspunktet (Akteindkomst max 42%)	Ingen mulighed for skattebegunstigelse. LL §28 Beskatning af værdien af den konvertible obligation (konverteringsretten + fordring) på retserhvervelsestidspunktet. Beskattes efterfølgende igen ved aktiesalg med 27/42% eller hvis værdien af de konvertible obligationer overstiger medarbejderens betaling, beskattes forskellen som alm. Lønindkomst med 56%. Renteindtægter indgår som kapitalindkomst i deltagerens skattepligtige indkomst.		Ingen mulighed for skattebegunstigelse. Rene kontantordninger beskattes som alm. Lønindkomst med op til 56% inkl. AM-bidrag		
Beskatning af selskabet		LL § 28: Beskatning på udnyttelsestidspunktet (alm. Lønindkomst med op til 56%) Efterfølgende salg af aktierne beskattet som aktieindkomst 27/42%.					
		LL § 7P: Værdien af warrants, aktieoptioner og aktier kan ikke fradrages af selskabet	Frdrag for renteudgifter betalt til långiver (medarbejderen). Er obligationen givet som favør eller vederlagsfrit, behandles konverteringsretten som en warrant, og selskabet kan fradrage forskellen, som en fradragsberettiget lønudgift. Opgjort på retshvervelsestidspunktet.		Behandles som en lønudgift, hvor selskabet kan fradrage udgiften for tidspunktet, hvor medarbejderen erhverver endelig ret til fantomaktien, skyggeaktien, præsentations - eller fastholdelsesbonussen.		
6) Forbedret shareholder value og corporate governance		Ja.					Ja/Nej
Eventuel tabsrisiko for medarbejderen		Ja/Nej. Der er ikke nogen risiko for tab forud for udnyttelsestidspunktet. Efter udnyttelsestidspunktet er der risiko for tab, hvis kursen bliver lavere end tegnings/købskursen	Ja. Der er risiko forbundet ved muligheden for, at selskabet går konkurs.		Nej		
Krav om offentlighed		For selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, og for finansielle virksomheder gælder der særlige regler					

Processen har taget sin begyndelse i afsnit 2 *Motiv & Adfærd.*, hvor de væsentligste motiver for etablering af en incitamentsordning blev belyst. Det fremgik her, at William Demants motiver for etablering af en incitamentsordning var, at *tiltrække og fastholde kompetente medarbejder, samt forene ledelsens interesser med aktionærernes*. I Tabel 3 kan det ses, at begge motiver understøttes af henholdsvis aktiebaseret – og kontantbaseret aflønningsformer, med undtagelse af præsentations – og fastholdelsesbonusser.

Når motivet for etableringen af ordningen er klarlagt, bør det overvejes, hvorvidt ordningen skal være kontant – eller aktiebaseret. William Demant angiver i *Bilag 1*, at de ønsker, at anvende en kontantbaseret ordning, ved brug af skyggeaktier. Det er derfor nærliggende som led i processen, at undersøge, hvorvidt selskabet ville kunne etablere en aktielønsordning, hvor der enten aflønnes med aktieoptioner, warrants eller konvertible obligationer, fordi dette har betydning for den incitamentseffekt, der skabes hos direktionen. Med erkendelse af, at bestyrelsen i William Demant besidder en langt større indsigt i selskabet og har et langt mere detaljeret informationsgrundlag til rådighed, at træffe beslutningen om en kontantbaseret ordning ud fra, vil William Demants muligheder for, at etablere en aktielønsordning alligevel forsøges belyst. Det gøres med henblik på, at afsøge og etablere et så bredt og fyldestgørende informationsgrundlag i forhold til besvarelse af specialets problemformulering. Grundet specialets teoretiske karakter og omfang, samt den begrænset mulighed for den nødvendige indsigt i selskabet er det ikke muligt, at foretage en dybdegående undersøgelse af, hvorfor en aktielønsordning er blevet fravalgt. William Demants muligheder for etablering af en aktielønsordning, er derfor udelukkende belyst og udledt, af den information, der har være tilgængelig.

En aktiebaseret ordning vil typisk kunne anvendes med fordel i selskaber, hvor det er en forudsætning, at deltageren tjener på aktielønnen ved, at disse stiger i værdi. William Demant er et selskab med stort vækstpotentiale, og har i mange år været en veletableret del af C20, og nu i 2018 C25, og ville af denne årsag med fordel kunne anvende aktieløn. I den forbindelse befinder William Demant også sig i en stærk konkurrence blandt de andre C25 selskaber om, at tiltrække og fastholde kompetente medarbejder og på baggrund af et tidligere studie *Arbejdskapital – for C20-indekset som følge af finanskrisen (2015)*, ved bl.a. en gennemgang af samtlige regnskaber, kunne det konstateres, at William Demant, som blandt de eneste selskaber på daværende tidspunkt var uden nogen form for incitamentsaflønning. Alene på baggrund heraf, ville William Demant kunne drage fordel af en aktiebaseret incitamentsordning. Ligeledes fordi, det

efterhånden er blevet kutyme blandt større selskaber, at medarbejderne ved ansættelse efterspørg aktieløn. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 56).

William Demants muligheder for etablering af en aktiebaseret incitamentsordning kan være begrænset af, selskabs- og skatteretlige regler, William Demants vedtægter, frie reserver og ejerstruktur, hvor sidstnævnte er illustreret i *Figur 1 – Ejerskabsstruktur* i indledningen. Af *Figur 1 – Ejerskabsstruktur* kan det bl.a. ses, at William Demant er ejet af Oticon Fonden, der besidder aktiemajoriteten på 55-60 % gennem investeringsselskabet William Demant Invest, hvilket rejser nogle interessante problematikker i forhold til William Demants mulighed for etablering af en aktiebaseret incitamentsordning.

Ved en aktiebaseret ordning, som eksempelvis en aktieoptionsordningen, hvor der er krav om levering af aktier, vil dette betyde en iagttagelse af selskabslovens kapital 12. For, at ordningen kan opfyldes, vil William Demant skulle erhverve egne kapitalandele, hvilket kan gøres ved enten, at selskabet køber egne kapitalandele fra selskabets kapitalejere eller ved, at William Demant udsteder fondskapitalandele. Beslutningskompetencen til, at erhverve egenkapitalandele eller udstedelse af fondskapitalandele ligger hos generalforsamlingen. I William Demants tilfælde ejer Oticon Fonden aktiemajoriteten og dermed flertallet af stemmerne, hvilket betyder, at beslutningskompetencen i virkeligheden ligger hos Oticon Fonden. Det fremgår af årsregnskabet, at William Demant har iværksat en tilbagekøbsordning af egne kapitalandele på op mod 1,5-2 milliarder, hvilket som udgangspunkt gøres med henblik på, at forbedre selskabets kapitalstruktur (William Demant Holding A/S, 2017). Dernæst fremgår det, at bestyrelsen jf. selskabets vedtægter er bemyndiget til, at udstede nye aktier i en eller flere udstedelser uden fortegningsret for selskabets eksisterende aktionærer, og med en samlet nominel værdi på op til 2.500.000 kr., der kan tilbydes medarbejder i selskabet, samt medarbejder i de selskaber, der af bestyrelsen anses for knyttede til selskabet. Aktierne i den forbindelse, er ikke omfattet et incitamentsprogram, men blot et tilbud som selskabet og bestyrelsen kan give til udvalgte medarbejdere i William Demant og andre forbundne selskaber. William Demant, har både en beholdning med egne aktier, der er fuldt indbetalt med frie reserver, samt en bestyrelse, der er bemyndiget til, at udstede aktier, hvilket indikerer, at William Demant som udgangspunkt godt ville kunne etablere en aktiebaseret incitamentsordning. Årsagen til selskabets fravalg af en aktiebaseret ordning vides ikke, men Oticon Fondens aktiemajoritet, samt de to selskabers forskellige eksistensgrundlag, kunne godt indikere, at der er et ønske om, at bevare og fortsat føre kontrol med den resterende aktionærkreds, antallet og tildelingen af aktier. En anden mulig medvirkende årsag til selskabets valg af ordning kan også udledes ved, at se på Oticon Fondens årsregnskab, hvori det er specificeret, at fondens primære formål er af velgørende karakter. Det helejede forhold mellem Oticon Fonden og William Demant Invest A/S har til formål, at sikre at investeringerne

gennemføres i overensstemmelse med Oticon Fondens charter, samt udbygge og sikre William Demant Holdning A/S (Oticon Fonden, 2017). Bestyrelsen i Oticon Fonden er identisk med bestyrelsen i William Demant Invest A/S, hvoraf bestyrelsesmedlemmerne her også indgår i bestyrelsen for William Demant Holdning. Dette i sig selv er ikke bemærkelsesværdigt, men denne sammenfletning selskaberne og fonden imellem kan også have en indvirkning på selskabets image udadtil, hvorfor en medvirkende årsag til fravalget af en aktiebaseret ordning skal ses i en bredere kontekst da valg, kutyme og praksis for ledelsesaflønning i William Demant Holdning, afspejler og reflekter hele koncernen udadtil. Det er heller ikke praksis for det 42% ejet selskabet Jeudan, at anvende incitamentsaflønning og som led i en fælles imagestrategi harmonerer Oticon Fondens velgørende formål ikke nødvendigvis så godt med forgyldelse af direktører og særligt ikke i betragtning af det skærpede og negative fokus på direktørlønninger som finanskrisen medførte. Aktiebaseret aflønning giver deltageren en personlig og økonomisk interesse i selskabet, som ikke nødvendigvis er hensigtsmæssigt for Oticon Fonden, hvilket bl.a. også skal ses i forlængelse af, at afgående CEO'er i William Demant Holdning efter ansættelsesophør indtræder i bestyrelsen for Oticon Fonden og William Demant Invest. Dette kan være en medvirkende årsag til, at disse ikke modtager aktieaflønning, hverken som led i ansættelse som CEO eller som bestyrelsesmedlem, da det jf. af *Anbefalingerne for God selskabsledelse* anbefales, at bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptioner eller warrants. Dog er det ikke i strid med anbefalingerne, såfremt bestyrelsen modtager en del af deres vederlag i form af aktier til markedskurs. (Komitéen for god Selskabsledelse, 2017, s. 20). Som nævnt er bestyrelsen i William Demant Invest identisk med bestyrelsen i Oticon Fonden, som er underlagt *Anbefalingerne for God Fondsledelse*, hvoraf det ligeledes fremgår, at bestyrelsesmedlemmer for så vidt godt kan modtage en del af deres vederlag i aktier, men det anbefales, at

”3.1 DET ANBEFALES, at medlemmer af bestyrelsen i erhvervsdrivende fonde aflønnes med et fast vederlag, samt at medlemmer af en eventuel direktion aflønnes med et fast vederlag, eventuelt kombineret med bonus, der ikke bør være afhængig af regnskabsmæssige resultater. Vederlaget bør afspejle det arbejde og ansvar, der følger af hvervet.” (Komitéen for god Fondsledelse, 2014, s. 13)

Ovenstående anbefaling gælder bestyrelses- og direktionsmedlemmer i erhvervsdrivende fonde og sidstnævnte del i ovenstående citat, kan evt. også være en medvirkende forklaring på, hvorfor William Demant Holdning har været sent ude i forhold til de resterende C20 selskaber med, at introducere incitamentsaflønning af deres direktion. Taget i betragtning af, at William Demant Holdnings direktion kan bestå af fem medlemmer (Vedtægter for William Demant Holdning A/S, 2016), og bestod af tre i 2016 og nu i 2018 kun består af to vidner om, at William Demant formentlig har og er mærket af konkurrencen i

forhold til, at fastholde og tiltrække kompetente medarbejder, og derfor har været nødsaget til, at tilbyde en mere konkurrencedygtig lønpakke.

4.5 Analyse af de skattemæssige konsekvenser

På baggrund af gennemgangen de forskellige kontantbaseret – og aktiebaseret vederlagskomponenter i afsnit 4.2 og 4.3, vil disse i dette afsnit indgå i en analyse med henblik på, at udlede og sammenligne de skattemæssige konsekvenser for både deltager og selskabet.

Beskrevet i afsnit 4.1 *Skattemæssige overvejelser*, er skats betydning afgørende for størrelsen af hvert direktionsmedlems belønning. Taget i betragtning af, at hvert direktionsmedlem formentligt er topskattebidrager, er de skattemæssige konsekvenser ved de forskellige komponenter ikke uvæsentlige, da de har betydning for den incitaments – og motivationseffekt, der skabes. Ligeledes er de skattemæssige overvejelser også relevant i forhold til selskabets motiver, da en ordning som er gjort ud fra skattemæssige betragtninger, der tilgodeser begge parter, alt andet lige vil kunne bidrage til, at understøtte selskabets motiver for, at incitaments aflønne mere effektivt. Den skattemæssige behandling for henholdsvis ordningens deltager og selskabet fremgår af nedstående *Tabel 4 og Tabel 5*.

Beskatning af deltager	Beskatningsgrundlag	Beskatningstidspunkt	Skattesats
Kontantbaseret vederlagskomponenter - Fantom/skyggeaktier, præsentations- og fastholdelsesbonus	Værdien af det kontante bonusbeløb	Indkomståret, hvor udbetalingen finder sted, og seneste 6 mdr. efter retserhvervelse	56% som almindelig lønindkomst inkl. AM-bidrag
Aktiebaseret vederlagskomponenter - Aktieoptioner & Warrants	LL § 7P: Gevinsten ved aktiesalg LL § 28: Værdien af aktieoptionerne/warrants fratrasket deltagerens eventuelle egenbetaling. betaling for aktierne.	LL § 7P: Beskatningstidspunktet er ved salg af aktierne LL § 28: Beskatningstidspunktet er ved udnyttelse/salg af aktieoptionerne/warrants	LL § 7P: 27/42% beskattes som aktieindkomst LL § 28: 56% som alm. Lønindkomst, inklusiv AM-bidrag. Efterfølgende salg eller fortjeneste af fremtidig afkast beskattes som aktieindkomst med 27/42%
- Konvertible Obligationer	Værdien af den konvertible obligation (Fordring + konverteringsret). Har deltageren betalt for obligationen er det forskellen mellem værdien af den konvertible obligation og deltagerens købspris/hovedsto. Renteindtægter som deltageren modtager for obligationsdelen. Fortjeneste ved enten salg eller indfrielse beskattes som aktieindkomst	Beskatning ved retserhvervelse (og igen ved evt. fortjeneste af aktiesalg eller omstændighederne ved indfrielse af gældsrevet)	Såfremt værdien af den konvertible obligation overstiger deltagerens betaling, beskattes forskellen som lønaccessorieindkomst inkl. AM-bidrag i den personlige indkomst med ca. 56 %. Konverteringen til aktier medfører ingen beskatning, først ved salg/indfrielse, som besattes som aktieindkomst med 27/42%. Renteindtægter beskattes som kapitalindkomst med 27/42%

Tabel 4 – Beskatning af deltager (Egen tilvirkning)

Af ovenstående *Tabel 4* kan det udledes, at deltageren opnår den laveste beskatning ved en aktiebaseret ordning, der er omfattet af ligningslovens § 7P, hvor der enten tildeles aktier, aktieoptioner eller warrant. Endvidere er beskatningen udskudt til tidspunktet, hvor deltageren sælger aktierne og afhængig af gevinstens størrelse beskattes deltagerens fortjeneste som aktieindkomst med 27/42%.

Det ses af ovenstående *Tabel 4*, at konvertible obligationer tilsvarende beskattes som aktieindkomst med 27/42% og, at beskatningen ligeledes kan udskydes til tidspunktet for enten salg af de erhvervede aktier eller ved indfrielse af obligationen. Set i forhold til en aktiebaseret ordning inden for § 7P er konvertible obligationer mindre skattemæssigt attraktive, fordi deltageren beskattes yderligere af renteindtægter, som afhængig af størrelsen beskattes som kapitalindkomst med 27/42%. Dernæst kan deltageren også risikere, at blive beskattet, hvis værdien af den konvertible obligation overstiger det beløb, som deltageren har betalt, hvor deltageren bliver beskattet af forskellen som lønaccessorieindkomst med op til 56 %.'

Ordninger med den næst højeste beskatning er ordninger omfattet af ligningslovens § 28, hvor deltageren lønbeskattes med op til 56 % af værdien af de tildelte aktieoptioner eller warrants, fratrasket en eventuel egenbetaling. Beskatningstidspunktet er tidspunktet for udnyttelse, hvor deltageren enten udnytter sin købe – eller tegningsretter, og der sker en faktisk levering fra selskabet til deltageren, eller tidspunktet for salg af købe – eller tegningsretterne. Vælger deltageren, at udnytte retterne vil efterfølgende salg af de erhvervede aktier eller fortjeneste af fremtidige afkast beskattes som aktieindkomst med 27/42%.

Kontantordninger er den sidste og mindst skattemæssige attraktive ordning, da deltageren lønbeskattes med 56 % af hele det tildelte kontante bonusbeløb. Beskatningen indtræder i det indkomstår, hvor deltageren modtager beløbet og seneste 6 måneder efter retserhvervelse. For kontantordninger, hvor der eksempelvis er tildelt fantom – eller skyggeaktier modtager deltageren det kontante afkastet af en fiktiv aktieoption og deltageren opnår således aldrig ejerskab over den underliggende aktie. I forhold til § 28, der tilsvarende lønbeskattes, giver denne type ordning mulighed for ejerskab over aktien, enten ved køb eller nytegning heraf, hvilket betyder, at retten til fremtidige afkast modsat kontantordninger kun vil beskattes som aktieindkomst med 27/42 %, hvilket ikke vil være tilfældet ved en kontantordning, da deltageren aldrig kommer til, at eje den underliggende aktie. En kontantordning vil godt kunne konstrueres således, at den indeholder en mulighed for deltageren til, at erhverve aktier, eksempelvis i forbindelse med tildeling af SAR. Ved tildeling af SAR modtageren enten det kontante beløb eller aktier, der svarer til eksempelvis stigningen i selskabets aktier over en specifik periode. Beskrevet i afsnit 4.2.1.2 *Stock Appreciation Rights (SAR)* anvendes SAR oftest i forbindelse med aktieoptioner for, at give deltageren muligheden for, at købe de optjente aktier.

Incitamenteffekten er størst for deltageren ved en ordning indenfor ligningslovens § 7P, grundet den lave beskatning i forhold til de andre komponenter. Dog er det værd, at bemærke, at incitamenteffekten kan være påvirket af andre faktorer som deltagerens risikoprofil, ægteskabelige status, øvrige aktieindkomst og

økonomiske kapacitet, som det ikke er muligt, at få indsigt i. Udnyttelse af komponenter, der giver ret til erhvervelse af aktier eller obligationer skal finansieres af deltageren. Selv, hvis disse ydes af selskabet vederlagsfrit skal deltageren ligeledes have den fornødne økonomiske kapacitet eller en privatøkonomi, der ville kunne bære optagelse af lån til finansieringen af skatten i forbindelse med § 28 ordninger, hvor beskatningen sker på udnyttelsestidspunktet eller for konvertible obligationer, der beskattes allerede på retserhvervelsestidspunktet.

Skattemæssigt skaber kontantbaseret ordninger den ringeste incitamentseffekt hos deltageren.

Beskatning af selskabet	Fradrag	Fradragstidspunkt
Kontantbaseret vederlagskomponenter - Fantom/skyggeaktier, præsentations- og fastholdelsesbonus	Selskabet er fradragsberettiget for det beløb deltageren modtager og kan fradrage udgifterne herved som en driftsomkostning	Opgøres på beskatningstidspunktet for deltageren
Aktiebaseret vederlagskomponenter - Aktieoptioner & Warrants	LL § 7P: Selskabet er ikke fradragsberettiget for værdien af de tildelte aktieoptioner/warrants, men har fradrag for omkostninger forbundet med ordningen, administration, etablering mv. LL § 28: Selskabet er fradragsberettiget for værdien af aktieoptioner og warrants, samt for omkostninger forbundet med ordningen.	- Opgøres på udnyttelses - eller salgstidspunktet
- Konvertible Obligationer	Renteudgifter er fradragsberettiget og såfremt deltageren modtager obligationen til favør eller vederlagsfrit, har selskabet som udgangspunkt fradrag for forskellen, som en fradragsberettiget lønudgift. Omkostninger forbundet med ordningen som fx. administration heraf er fradragsberettiget.	Opgøres på retserhvervelsestidspunktet

Tabel 5 – Beskatning af selskabet (Egen tilvirkning)

Det fremgår af ovenstående *Tabel 5*, lige med undtagelse af ordninger omfattet af § 7P, at selskabets fradragsret overordnet set er ens for de forskellige ordninger, men hvor fradragstidspunktet kan være forskellig afhængig af ordning. På trods af selskabets manglende fradragsret ved ordninger omfattet af § 7P, er det fortsat muligt, at tilbyde deltageren en skattebegünstiget ordning herefter, som tilgodeser både deltageren og selskabet. Nedstående eksempel illustrerer, hvorledes selskabet kan imødegå den manglende fradragsret.

William Demant ønsker, at tildele sine to direktionsmedlemmer aktieoptioner. Den ene tildeles 1000 aktieoptioner vederlagsfrit efter ligningslovens § 28, mens den anden tildeles 780 aktieoptioner vederlagsfrit efter ligningslovens § 7P, hvor der med en reducere på 22% bliver ydet fuld kompensation til

William Demant for den manglende fradragsret. Aktieoptionerne har en udnyttelseskurs på 100 kr. Det antages, at begge direktionsmedlemmer betaler topskat og har en marginalskat på 56%

Begge direktionsmedlemmer udnyttede aktieoptionerne i år 4 og erhverver herved aktierne, som sælges på et senere tidspunkt. På udnyttelsestidspunktet og på salgstidspunktet er aktiernes markedsværdi 150 kr.

Udnyttelseskurs	100	
Aktiernes markedskurs på udnyttelses/salgstidspunktet	150	
Skattesats (lønindkomst)	56%	
Skattesats (aktieindkomst)	42%	
Selskabsskat	22%	
	LL § 28	LL 7P
Antal aktieoptioner	1000	780
Provenue ved salg af aktier	150.000 kr.	117.000 kr.
Udnyttelssum	100.000 kr.	78.000 kr.
Gevinst	50.000 kr.	39.000 kr.
skat 56% el 42%	28.000 kr.	16.380 kr.
Gevinst efter skat	22.000 kr.	22.620 kr.
Selskabets udgifter efter skat	117.000 kr.	117.000 kr.

William Demant kan skattemæssigt fradrage værdien af de tildelte aktieoptioner, der er omfattet af ligningslovens § 28, hvilket ikke gør sig gældende efter en § 7P ordning, men fordi William Demant tildeler det ene direktionsmedlem 22% færre aktieoptioner end den anden opnår William Demant den samme nettoudgift for begge ordninger. Yderligere opnår direktionsmedlemmet, der blev tildelt 780 aktieoptioner efter ligningslovens § 7P en lille, men en større gevinst herved, end direktionsmedlemmet som fik tildelt 1000 aktieoptioner, fordi gevinsten beskattes som aktieindkomst og ikke som lønindkomst.

4.6 Delkonklusion

Skattelovgivningen har betydning for den incitamentseffekt de enkelte aflønningskomponenter kan skabe.

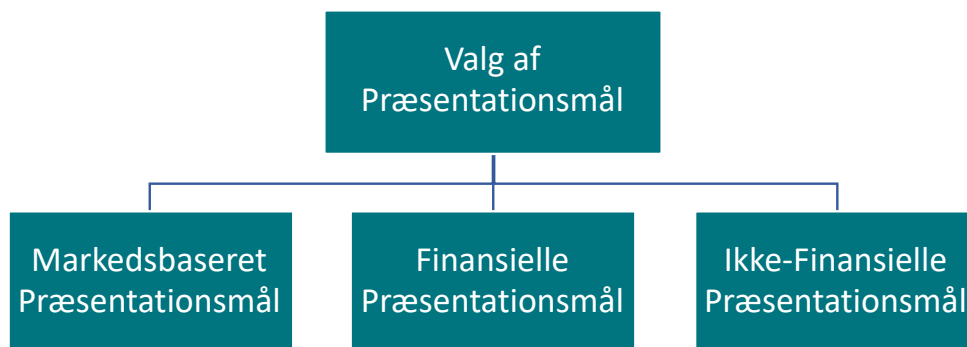
For deltagerne har beskatningen betydning for størrelsen af den belønning de modtager, mens det for William Demant har betydning, at de kan tilbyde en ordning, der er gjort ud fra et fundament, der gavner begge parter. Det alt andet lige vil understøtte William Demants motiver for, at incitaments aflønne mest effektivt.

Der kan indgås en skattebegünstiget ordning efter ligningslovens § 7P mellem William Demant og direktionen, som dog medfører tab af et skattemæssigt fradrag for William Demant. Ordningen kan konstrueres således, at William Demant bliver kompenseret for det manglende fradrag uden, at dette har en negativ indflydelse på deltagerens belønning.

5 Den teknisk udformning

I dette afsnit præsenteres og diskuteres de forskellige præsentationsmål en ordning kan baseres på, samt hvilke kriterier, der gør sig gældende for, at sikre en effektiv ordning.

Næste led i processen omhandler valget af det eller de præsentationsmål en incitamentsordning kan baseres på. En incitamentsordning kan udformes på mange forskellige måder, og kan enten være forbundet til udviklingen i aktiemarkedet, finansielle præsentationsmål eller ikke-finansielle præsentationsmål som illustreret i nedstående *Figur 5*.



Figur 5 - Præsentationsmål (Petersen, 2011)

Den grundlæggende ide bag en incitamentsordning er, at den skal designes således, at den understøtter den langsigtede værdiskabelse og hertil påpeger (Petersen, 2011), at der er visse kriterier, der gør sig gældende for, at sikre en effektiv ordning. Disse er;

- Kongruens (kriterium 1)
- Kontrollerbarhed (kriterium 2)
- Enkelthed (kriterium 3)
- Regnskabsmæssige problemstillinger (kriterium 4)

Det første kriterium, kongruens har til formål, at forene ledelsens interesser med aktionærernes således, at ledelsen kun belønnes i det omfang aktionærernes interesser varetages. Kongruenskriteriet er betinget af, at den langsigtede værdiskabelse sikres gennem investeringstiltag. Det andet kriterium omhandlende kontrollerbarhed har til formål, at sikre, at ledelsens præsentationer baseres på mål, som den i højere grad har mulighed for, at kontrollere. Belønningen af ledelsen bør endvidere kun ske i det omfang, at selskabets præsentationer påvirkes. Kontrollerbarheden har ligeledes til formål, at sikre, at ledelsen ikke bliver demotiverede, fordi belønningen er afhængig af forhold som ledelsen enten har lidt eller ingen kontrol over. Dernæst er enkelthed også et kriterium i en effektiv incitamentsordning og indebærer, at valget af præsentationsmål skal være let forståelig, samt enkelt, at håndtere og kommunikere. Det fjerde og sidste kriterium omhandler regnskabsmæssige problemstillinger, der bl.a. det andet kan opstå som følge af brugen af regnskabstal. Disse kan være støjfyldte eftersom de er lette for ledelsen, at forvride for, at opnå bedre resultater på kortsigt. Ligeledes kan indregning af transitoriske poster (usædvanlige poster), ændring i anvendt regnskabspraksis og skøn også betyde, at ledelsen enten straffe eller belønnes som følge heraf. (Petersen, 2011).

5.1. Markedsbaseret Præsentationsmål

Markedsbaseret præsentationsmål kan anvendes til, at tildele ledelsen optioner eller warrants, der er direkte relateret til aktiekursen. Fantomaktier eller skyggeaktier kan også tildeles efter markedsbaseret præsentationsmål, hvor bonussen kan være betinget af, at aktiekursen på selskabets aktier skal stige til et forudbestemt niveau, før bonussen kan udbetales.

Ifølge (Petersen, 2011) er markedsbaseret præsentationsmål som aktiekurser velegnet til, at løse principal-agentproblematikken på topledelsesniveau, fordi der skabes en direkte forbindelse mellem ledelsens

indsats og værdiskabelse, når bonussen knyttes til selskabets aktiekurs. Det markedsbaseret præsentationsmål opfylder dermed kongruenskriteriet. Dette synspunkt deles af (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009), der forklarer, at topledelsen i kraft af deres beslutningskompetence i højere grad har mulighed for, at påvirke aktiekursen, hvilket skaber stærke incitamenter, samt bidrager med, at formindske støjen i aflønningen. Yderligere påpeger (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009), at en aflønning, der direkte er forbundet med aktiekursen også er attraktiv set ud fra en ejersynvinkel, særligt i selskaber, hvor topledelsens beslutninger er komplekse og svære, at overvåge og kontrollere. I større grad et selskabs værdi er påvirket af topledelsens beslutninger desto mere attraktiv er det for ejerne, men det bliver dernæst også en vigtigere prioritet, at sikre, at topledelsen handler i overensstemmelse med aktionærernes interesser, da det kun er attraktiv for ejerne, at anvende aktiebaseret aflønning såfremt det medfører en øget værdi af aktionærernes tilbageværende andel. (Banner-Voigt & Rasmussen, 2009, s. 47).

Den kausale forbindelse mellem ledelsens indsats og aktiemarkedets værdiskabelse som (Petersen, 2011) advokerer for, finder (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 678) omvendt mangel på samme og påpeger en række problemer herved. De finder bl.a., at en aflønning, der er baseret på den generelle markedsudvikling har det kritiske problem, at selv den mest kompetente ledelse ikke har kontrol over faktorer, som uforudsete hændelser, som reguleringer fra staten, renteudviklingen, selskabsskat, konkurrenternes træk, uroligheder rundt om i verden, mangel på energi, materialer eller arbejdskraft, den internationale udvikling m.m. Usikkerheden omkring aktiemarkedet giver derfor heller ikke et klar billede af kvaliteten af ledelsens beslutninger eller, hvor omfattende dens indsats har været, hvilket svækker kriteriet om kontrollerbarhed, fordi sammenhængen mellem ledelsens indsats og præsentationsmålet ikke kan sikres endegyldigt. Dog er det umiddelbart let, at kontrollere om der er skabt værdi ved, at se på selskabets kursudvikling, men man bør have for øje, at aktiekursen afspejler forventninger om fremtiden og repræsenterer markedets bedste forecast af, hvordan nuværende beslutninger og handlinger vil påvirke fremtidens profitabilitet. Uanset om det markedsbaserede præsentationsmål anvendes til, at tildele aktier, aktieinstrumenter eller skyggeaktier er der forbundet en række problematikker herved. (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 679) peger på, at tildelingen af aktier eller aktieinstrumenter, der giver ledelsen mulighed for ejerskab forøger ledelsens risiko, hvorfor aflønning relateret til aktiekursen bliver mindre attraktiv for risikoaverse ledere, men også for aktionærerne, der ikke drager fordel af en risikoavers ledelse. Dette skal ses i lyset af, at principalen eller aktionærerne antages, at være risikoneutrale fordi, de igennem ejerskab i flere forskellige selskaber kan sprede deres formue og risiko modsat agenten eller ledelsen, der antages, at være risikoavers. Ledelsen antages, at være risikoavers fordi de i form af deres løn og gode omdømme har en stor del af deres velstand bundet op på selskabets succes, og som beskrevet i agentteorien kan dette være med til, at ledelsen bliver mindre tilbøjelig til, at foretage risikobetonet beslutninger og investeringer, selv i tilfælde,

hvor der er udsigt til et højt afkast, fordi frykten for et muligt tab er større end udsigten til en potentiel gevinst. Kongruenskriteriet lider under, at aktiekursen kan medføre, at ledelsen bliver risikoavers, taget i betragtning af risikoen for, at profitable investeringer afslås. Risikoaversion får ledelsen til, at kræve en risikopræmie, som med andre ord er det som selskabet kompenserer ledelsen med for, at pådrage sig den øgede risiko. (Lynch & Perry, 2003, s. 46) forklarer, at den risikoaverse leder kun vil acceptere en resultat – eller performancebaseret aflønning, såfremt denne er substantielt højere end den faste løn, som der gives afkald på, hvorfor de forventede lønomkostninger derfor er større ved en resultat – eller performancebaseret ordning end ved en lønftale som kun inkluderer fast løn. Omvendt argumenter (Lynch & Perry, 2003, s. 46; Kaplan & Atkinson, 1998, s. 678) for, at en lønftale, som kun omfatter den faste løn som eneste komponent vil medføre et begrænset incitament for både den kort – og langsigtede performance. Derfor foretages beslutninger vedrørende størrelsen på kompensationen ofte ud fra en cost-benefit betragtning, hvorfor udformningen af en ordning balancerer imellem på den ene side, at give ledelsen de fornødne incitamenter og på den anden side, at sikre en optimal risikodeling. (Ellig, 2014) forklarer, at det ud fra aktionærernes synsvinkel snarere handler om, hvordan ledelsen kompenseres fremfor med hvor meget, hvilket han begrundes med, at aktionærerne søger et mærkbart afkast af deres investering, hvorfor de har en interesse i, at binde aflønning af ledelsen til aktionærværdi, som eksempelvis aktiekursen. Han forklarer;

“The view is that if the “how” were tied to shareholder value (i.e., stock price and dividends), the executive would not prosper without the shareholder benefiting.” (Ellig, 2014, s. 142)

Sandheden i ovenstående citat er dog betinget af, at ledelsen opnår ejerskab som følge af en af de beskrevne aflønningsformer og ikke sælger den erhvervede aktiebestand, eftersom dette vil medføre, at linket mellem ledelses indsats og aktionærværdi forsvinder. (*Ibid.*) I et studie foretaget af (Cicero, 2009) identificeres tre udøvelses strategier ved tildeling af optioner, hvor 1) ledere enten kontant udnytter optionerne, men straks herefter sælger dem 2) udnytter optionerne og udøver ejerskab over aktierne og 3) udøver optionerne, men tilbagesælger nogle af aktierne for, at dække omkostningerne forbundet med udnyttelsen. Dette underbygges af (Ofek & Yermack, 2000), der i deres studie tilsvarende finder, at ledere efter udnyttelse af aktieoptionerne sælger størstedelen af aktierne. De finder, at ledere som i forvejen besidder en høj aktieejersandel ved tildelingen af nye aktieoptioner sælger de aktier de i forvejen ejer for, at reducere den risikoeksponering, der medfølger ved tildelingen af de nye aktieoptioner. Omvendt sælger ledere med en mindre aktieejersandel ingen eller få aktier ved tildelingen af nye aktieoptioner. Resultatet af

studiet indikerer, at anvendelsen af aktiebaseret compensation kun formår, at opretholde et incitament hos ledelsen til en vis grad.

Ved, at benytte et præsentationsmål som aktiekursen til tildeling af aktiebaseret instrumenter, bør der tages højde for det element af usikkerhed og risiko, der medfølger for derved mindske risikoen for, at undgå, at svække ledelsens incitament, samt det kausale forhold imellem ledelsens indsats og værdiskabelsen. (Ofek & Yermack, 2000) forslår, at bestyrelsen kan føre kontrol med ledelsens ejerskab ved, at placerer restriktioner for salg af aktier, mens (Hall, 2003) forslår, at man gør vesting perioderne længere. Ledere foretrækker en kortere vesting periode, fordi det medfører en mindre risiko for deres compensation. Længere vesting perioder på 5 år eller længere er ifølge (Hall, 2003) ikke en perfekt løsning på horisontproblemet, men det er et skridt i den rigtige retning. Dernæst peger han på, mange store selskaber benytter sig, af politikker eller generelle retningslinjer for ejerskab, hvori det er påkrævet direktionen over en årrække, at erhverve aktier i selskabet. En lang vesting periode kombineret med et krav om, at direktionen fortsætter med, at oparbejde deres aktiekapital er ifølge (Hall, 2003) en god måde, at sikre ledelsens fortsatte værdiskabelse et langt stykke hen ad vejen. I henhold til Kaplan & Atkinsons logik vil denne løsning formentlig snarere bidrage til, at øge problemet med risikoaversion.

Tildelingen af fantom – eller skyggeaktier lider under de samme begrænsninger som de øvrige aktiebaseret instrumenter, men fordelen ved, at anvende fantom – eller skyggeaktier er, at selskabet og dets aktionærer ikke giver afkald på aktiekapital og stemmerettigheder, men skaber et incitament for lederen til, at agere som ejer. Dette incitament mister dog gradvist momentum i takt med, at udbetalingen af fantom – eller skyggeaktier ikke medføre, at der kan konverteres til den underliggende aktie, hvorved ejerskab og fremtidige afkast går tabt. Dernæst indtræder beskatning som yderligere bidrager til, at svække incitamentet eftersom fantom – og skyggeaktier jf. afsnit 4.2.1 er det mindst attraktive aflønningskomponent. Alene af den grund, vil selskabet overordnet set gennem valget af et, hvilken som helst andet aktiebaseret komponent kunne have skabt et stærkere incitament for de samme omkostninger. (Kaplan & Atkinson, 1998) retter deres sidste kritik mod aktiekursen som et præsentationsmål, hvor de peger på, at ledelsens incitament til, at lægge yderligere tid og kræfter i selskabet over tid vil reduceres, fordi deres ejerandel i selskabet overordnet set er forsvindende lille. Fantom – og skyggeaktier medfører ingen ejerandel, hvorfor det må antages, at incitamentet forsvinder ved udbetalingen eller ordningens ophør. Dernæst påpeger (Kaplan & Atkinson, 1998), at aktiebonusser eller generelt aflønning med aktiebaseret vederlagskomponenter i de fleste tilfælde er forbundet med selskabets langsigtede performance, hvilket kan gøre det svært, at have øje for den aktuelle performance.

Aktiekursen som præsentationsmål opfylder til gengæld kriteriet om enkelthed, fordi det er let forståeligt, nemt at kommunikere og håndtere. Det sidste kriterium om regnskabsmæssige problemstillinger kan ligeledes siges, at være opfyldt i og med, at aktiekursen ikke er et regnskabsbaseret nøgletal. Alligevel involverer aktiekursen nøgletal, fordi jo mere rift, der er om selskabets aktier, jo højere bliver kursen. Som beskrevet, så er EPS et af de finansielle nøgletal for profitabilitet og ved uhensigtsmæssig brug af tilbagekøbsprogrammer reduceres det udestående antal aktier, hvorved kursen kan pustes kunstigt op. Bestyrelsesmedlemmer, som godt kan være omfattet af incitamentsaflønning, kan være bemyndiget af generalforsamlingen til, at iværksætte tilbagekøbsprogrammer. Tilbagekøb af selskabets egne aktier kan gøres indenfor lovgivningens rammer og gøres med flere formål som, at øge shareholder value, kapitaltilpasning, kurspleje, medarbejderaktier, værn mod overtagelse, eller i forbindelse med opkøb af anden virksomhed. (Werlauff, Guldbæk Larsen, & Riskjær Larsen, 2010). Det anbefales som nævnt ikke, at bestyrelsen aflønnes med aktieløn. I William Demant er bestyrelsen ikke en del af ordningen, men det er ledelsen og denne kan også påvirke kursen gennem medierne, ved bl.a. at udbrede oplysninger og information omkring selskabet, udbud og efterspørgsel vedrørende værdipapirer, som enten er urigtig eller vildledende.

5.2. Finansielle Præsentationsmål

Finansielle præsentationsmål kan anvendes til, at tildele ledelsen en variabel bonus i form af enten kontanter, aktiebaserede komponenter eller udskudt kompensation via bonusbank. Udbetalingen af bonussen er betinget af opnåelse af et eller flere mål, hvor disse oftest er regnskabsbaserede nøgletal. Mål for pengestrømme kan også anvendes som et finansielt præsentationsmål, hvor det oftest er det frie cash flow, samt cash flow return on investment, der anvendes (Petersen, 2011).

Ved, at anvende finansielle præsentationsmål, har selskabsejerne mulighed for, at opstille mål for performance, der i højere grad afspejler ledelsens forvaltning af selskabet, eftersom aktiemarkedet kun giver et estimat af den økonomiske værdi af selskabets aktiver. Finansielle præsentationsmål kan derved være med til, at give selskabsejerne en bredere indsigt i selskabets økonomiske trivsel, fordi de i højere grad er mere sensitive overfor ledelsens handlinger og beslutninger (Kaplan & Atkinson, 1998), hvilket opfylder kontrollerbarhedskriteriet. Omvendt kan kongruenskriteriet ikke opfyldes, fordi aflønningen er baseret på et præsentationsmål, der retter sig mod den kortsigtede performance og opfyldelse af kongruenskriteriet er betinget af tiltag, der sikre den langsigtede værdiskabelse. Kongruenskriteriets

tilstedeværelse har afgørende betydning for værdiskabelsen, fordi det ellers vil være underordnet om, hvorvidt de resterende kriterier er opfyldt, hvis ikke disse er et godt mål for værdiskabelsen. Eksempler på de forskellige nøgletal, som (Petersen, 2011) opdeler i henholdsvis absolutte og relative præsentationsmål vil beskrives herunder, samt hvilke fordele og ulemper, der er ved brugen af disse.

5.2.1. Absoluttet præsentationsmål.

Absolutte præsentationsmål kan baseret på historiske data fra selskabets årsregnskab, og kan gøres betinget af selskabets resultater eller overskud, men målet er kortsigtet og opfylder derfor ikke kravet om kongruens. Fordelen ved, at anvende denne type af absolutte nøgletal er, at de er lette, at kommunikere og forstå, og så integrerer de resultaterne af alle selskabets aktiviteter udtrykt i et nøgletal enten kvartal,-halv, - eller helårligt, hvormed kriteriet om enkelhed er opfyldt. Ulempen herved er, at nøgletallet er en en-periodisk måling, som ikke tager højde for, at selskabets værdi er drevet af pengestrømme, der løbende generes i hele selskabets levetid. Absolutte nøgletal er derfor ikke særlig velegnet til, at berette om selskabets værdiskabelse, fordi de ignorer kapitalinvesteringer. Dernæst er absolutte nøgletal også lette for ledelsen, at manipulere med, hvilket svækker deres effektivitet som objektive målinger af ledelsens præsentationer (Petersen, 2011). Eksempelvis kan nøgletallet Earnings per Share (EPS) anvendes som et præsentationsmål, men dette nøgletal er også forbundet med en række problematikker. Set ud fra et aktionærsynspunkt, er EPS et af flere mål for profitabilitet og fås ved, at dividere den profit et selskab har generet for en given periode efter skat med antallet af udestående aktier. EPS tager ikke højde for selskabets gældsforhold og finansielle gearing, hvilket giver ledelsen en række muligheder for, at manipulere med den rapporterede indkomst, og derved skaber en illusion af et forbedret EPS. Dernæst har ledelsen også mulighed for, at forvride EPS ved, at reducere antallet af udestående aktier. Det sker, når et selskab køber nogle af sine egne aktier tilbage, som herefter indregnes som en del af egenkapitalen, hvor de anføres under posten reserve for egne kapitalandele. EPS stiger, som følge af tilbagekøbet, mens aktiernes bogførte værdi forringes, eftersom aktivmassen og antallet af udestående aktier reduceres. Tilbagekøb af selskabets egne aktier kan gøres indenfor lovgivningens rammer og kan gøres med flere formål som, at øge shareholder value, kapitaltilpasning, kurspleje, medarbejderaktier, værn mod overtagelse, eller i forbindelse med opkøb af anden virksomhed. (Werlauff, Guldbæk Larsen, & Riskjær Larsen, 2010).

5.2.2. Relative præsentationsmål

Ordningen kan også baseres på relative præsentationsmål, som eksempelvis egenkapitalens forrentning (ROE) eller økonomisk merværdi (EVA). Fordelen ved brugen af disse præsentationsmål er, at de er selvkorrigerende og giver muligheden for, at koble bonussen mere direkte til værdiskabelsen. Anvendelsen af disse præsentationsmål medfører desuden også en række problemer, som andre en-periodiske målinger af præsentation, der ikke tager højde for beslutninger, der vedrører den langsigtede værdiskabelse (Petersen, 2011).

Nøgletallet ROE er hensigtsmæssigt, at anvende i den forstand, at det er et nøgletal, som i højere grad afspejler ledelsens beslutninger og handlinger i forhold til aktiemarked, men omvendt er ROE, et nøgletal der beretter om virksomhedens overordnede profitabilitet, der er påvirket af selskabets drifts, investerings, finansieringsbeslutninger, samt skat. Det giver ledelsen en række muligheder for, at manipulere med ROE. I forhold til drifts – og investeringsbeslutninger har ledelsen mulighed for, at øge produktionen af varer selv om efterspørgslen ikke stiger tilsvarende, fordi de faste omkostninger derved vil blive absorberet i varelageret. Det vil øge den rapporterede bruttoprofit i resultatopgørelsen, hvilket vil medføre en tilsvarende stigning i driftsprofiten. Driftsprofitabiliteten, som er udtrykt ved afkastningsgraden eller $ROIC_{BT}$, viser den driftsmæssige indtjening for hver krone kapital investeret, og beregnes ved at gange selskabets driftsprofit eller EBIT/Salg med omsætningshastigheden $Salg/Investeret\ Kapital$. En højere driftsprofit eller EBIT vil såfremt, at overproduktionen af varer overvinder faldet i omsætningshastigheden, medfører et højere $ROIC_{BT}$. Faldet i omsætningshastigheden er forårsaget af, at det højere produktionsniveau ikke medfører en proportionel stigning i salget, samtidig med at den investerede kapital stiger, fordi der produceres til lager.

Lageret indgår i arbejdskapitalen (WCR), som sammen med selskabets kontant beholdning og dets netto anlægsaktiver udgør den investeret kapital. Arbejdskapitalen er den nettoinvestering, som er påkrævet for, at finansiere selskabets driftscyklus. En forøgelse af produktion vil ligeledes forøge leverandørgæld, men eftersom salget ikke stiger tilsvarende, vil selskabet på et tidspunkt mangle likviditet, eftersom den øgede produktion ikke resulterer i mersalg og profit. Arbejdskapitalen vil derfor efterfølgende stige, og såfremt arbejdskapitalen fortsat er positiv vil det betyde, at selskabet er nødt til, at finansiere arbejdskapitalen, enten ved brug af kontantbeholdningen, eller optagelse af gæld. (Hawawini & Viallet, 2011, s. 68).

$ROIC_{BT}$ kan også manipuleres ved, at reducere den investerede kapital i form af afskaffelse af anlægsaktiver, da dette vil forbedre omsætningshastigheden, eftersom der vil blive færre anlægsaktiver, at fordele salget på. Ligeledes vil et salg af aktiver, hvis markedsværdi overstiger den bogførte, tilsvarende forbedre den

rapporterede indkomst på kort sigt, men forringe værdien af selskabet på langt sigt, eftersom den aktivmasse der generer salg, er blevet reduceret.

Ligeledes gør det sig gældende, at ledelsen har mulighed for, at forbedre ROE ved, at afslå profitable investeringer, som kræver en stor startkapital eller spare på udgifter forbundet med investeringer indenfor forskning & udvikling, kvalitetskontrol, vedligeholdelse, samt opkvalificering og uddannelse af personalet. Ved at undlade disse nødvendige investeringer, som først viser sig på længere sigt, vil virksomheden for en kortvarig periode kunne fremvise en forbedret rapporteret indkomst. Det fjerde kriterie regnskabsmæssige problemstillinger kan opfyldes ved, at der tages højde for denne problematik ved bl.a. at opgøre R&D eksklusiv, men det er ikke kutyme i praksis. (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 681).

ROE kan også forbedres ved, at øge selskabets finansielle gearing i form af optagelse af gæld, fordi den finansielle gearing derved vil løfte forretningen af egenkapitalen, såfremt ROIC overstiger WACC. Den finansielle gearing er produkt af den finansielle cost ratio ganget med den finansielle struktur ratio, og derfor vil optagelsen af gæld i første omgang forøge selskabets renteudgifter og dermed EBT, hvilket vil medføre en forringelse af ROE. Egenkapitalen vil tilsvarende falde som følge af, at denne erstattes med gæld, men fordi den investerede kapital forbliver uændret vil dette forøge ROE. Den finansielle gearing kan skabe værdi for aktionærerne, så længe afkastet på den investerede kapital er højere end WACC, eller lånerenten på den rentebærende gæld. (Hawawini & Viallet, 2011, s. 151). Et interessant perspektiv, at inddrage her er risiko, for såfremt ROIC er høj og stabil, vil man med finansiell gearing kunne løfte sin forrentning af egenkapitalen til uanede højder. Årsagen til, at mange selskaber fravælger denne mulighed skyldes risikoen for, at gå konkurs som eksempelvis den amerikanske bank Lehman Brothers, der optog gæld i sådan et omfang, at egenkapitalen til sidst kun udgjorde 3 % (Lioudis, 2017). Når man geare i et sådant omfang, så skal efterspørgslen kun falde med marginaler, før egenkapitalen potentielt helt forsvinder og selskabet bliver insolvent.

ROE og ROIC tager ikke højde for risiko, men dette kan imødekomme ved, at beregne disse efter fradrag for kapitalomkostningerne, hvilket svarer til, at måle EVA (Economic Added Value) (Petersen, 2011).

5.2.2.1. EVA (Economic Added Value)

EVA er et koncept udviklet af Stern Stewart, og er modsat de ovenfor beskrevne præsentationsmål ikke en ratio, men et estimat for økonomisk profit eller økonomisk merværdi. EVA udregnes ved $\text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Investeret kapital})$, hvor NOPAT er driftsresultatet efter skat eller $\text{EBIT} \times (1 - \text{tax})$, mens WACC er kapitalomkostninger ganget med den investerede kapital bestående af egenkapital plus rentebærende gæld. EVA måler dermed det økonomiske overskud selskabet har generet efter, at

kapitalomkostningerne til henholdsvis gæld og egenkapital er fratrasket, hvilket med andre ord giver muligheden for, at linke selskabets driftsresultat, investerings beslutninger og aflønningssystem med økonomisk merværdi (Hawawini & Viallet, 2011).

I forhold til andre præsentationsmål omfatter fordelene ved EVA bl.a. en synliggørelse af værdiskabelsen og kapitalomkostningerne, samt virker motiverende på ledelsen til, at foretage investeringer i projekter med en positiv NPV, hvilket vil sige, at det forventede afkast overstiger kapitalomkostningerne. Dernæst kan EVA objektiv måles ex post og kan anvendes på flere niveauer (selskabsniveau, divisionsniveau osv.). (Petersen, 2011).

Ulemperne ved brugen af EVA er, at det som mål for økonomisk værdiskabelse ikke er helt fejlfrit, hvilket bl.a. skyldes regnskabsstøj, hvorfor regnskabslitteraturen om EVA anbefaler mere 150 regnskabsmæssige korrektioner, før EVA udregnes. Alternativt forslår (Petersen, 2011), at bonus baseres på ændringer i EVA således, at ledelsen belønnes for forbedring i EVA, hvorved de regnskabsmæssige korrektioner kan undgås (kriterium 4).

Lige som med øvrige regnskabsbaserede præsentationsmål, skaber brugen af EVA et incitament hos ledelsen til, at fokuserer på den kortsigtede performance; en problematik, der også benævnes horisontproblemet. Eftersom det kun er virkningerne af transaktioner for indeværende år, der indregnes, afspejler brugen af EVA ikke virkningerne af beslutninger, der har indflydelse på fremtidige perioder. Eksempelvis kan nævnes omkostninger forbundet med omstrukturering, der vil have en negativ indvirkning på EVA for det aktuelle år, selv om omstrukturingsomkostninger formentlig vil have en positiv indvirkning på selskabets værdi, samt forbedre fremtidige perioders EVA. (*Ibid.*)

Finansielle præsentationsmål kan være et godt alternativ til, at give ledelsen resultat – eller præsentationsfremmende incitamenter, fordi disse er mere sensitive over for ledelsen beslutninger, og derfor i højere grad afspejler ledelsens forvaltning af selskabet. Dog har anvendelsen af finansielle præsentationsmål også sine begrænsninger, eftersom denne type præsentationsmål oftest er regnskabsbaseret, hvilket kan skabe et incitament hos ledelsen til kun, at fokusere på den kortsigtede performance. Eftersom regnskabsbaserede nøgletal er mere under ledelsens kontrol, er disse også lettere for ledelsen, at manipulere med, hvorfor valget af finansielle præsentationsmål kan syntes udfordrende. (Petersen, 2011) påpeger, at det empirisk er bevist, *"at du får, hvad du måler og belønner"*, hvorfor man bør være opmærksom på, at ledelsen er fokuseret på, at træffe beslutninger, der gavner opnåelsen af de mål, som de bliver evalueret og bedømt på. Valget af et finansielt præsentationsmål bør derfor ifølge (Petersen, 2011) være tæt korreleret med selskabets værdiskabelse og kongruenskriteriet, hvorfor EVA

umiddelbart kan syntes, at være løsningen. Dog vidner EVA - litteraturen om bred uenighed, i forhold til, hvorvidt EVA er et bedre mål for værdiskabelse end forskellige resultatmål. Petersen henviser i sin artikel til Biddle et al. (1996), som finder, at EVA i gennemsnit ikke er bedre end nøgletal for regnskabsmæssigt overskud til, at forklare udviklingen i aktiekurserne, mens (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 685) omvendt finder flere studier med bevis for, at EVA i større grad er korrelateret med aktiekursen end nøgletal for regnskabsbaseret indkomst, hvilket indikerer, at EVA ville kunne bruges som et præsentationsmål for langsigtet performance. Uanset mener (Petersen, 2011), at det rette præsentationsmål skal kunne skabe de nødvendige incitament for ledelsen til, at træffe de rigtige beslutninger og handlinger, samt have fokus på selskabets langsigtede værdiskabelse, hvorfor han forslår en ordning, der baseres på forbedringer i EVA og, at denne eventuelt anvendes sammen med en bonusbank. På den måde ville man kunne reducere ledelsens incitament til kun, at fokusere på den kortsigtede performance. Kort fortalt så kan en EVA-baseret bonusbank fungere på den måde, at den bidrager til, at udjævne bonus over tid således, at der skabes incitament hos ledelsen til at fokusere på den langsigtede værdiskabelse og dermed kongruens. Med en bonusbank bliver ledelsen ikke straffe for et års manglende performance, fordi den optjente bonus bliver krediteret bonusbanken. Dermed bliver størrelsen på udbetalingen af bonus betinget af bonusbankens balance og ikke af performancen for det indeværende år (Petersen, 2011). I eksemplet som (Petersen, 2011) forslår beregnes EVA-præsentationsmålet således;

$$\text{Bonus} = \text{Målsat bonus} + y \text{ pct.} * (\text{EVA} - \text{EI})$$

Udbetalingen af den optjente bonus er afhængig af to variabler, den målsatte bonus og EVA-forbedringer udover det forventede. Den målsatte bonus udgør et mål for den forventede EVA-forbedring lagt sammen med $y \text{ pct.} * (\text{EVA} - \text{EI})$, som er en fastprocent andel af de EVA-forbedringer, der opnås udover det forventede, som i øvrigt både kan være positivt eller negativt. Størrelsen af saldoen i bonusbanken er dermed betinget af et fastsat mål for forventet EVA plus en eventuel stigning herudover. Såfremt den målsatte bonus ikke opnås vil dette afspejle sig negativt i bonusbankens balance og derved straffe ledelsen. Nedstående Figur 6 og Figur 7 illustrere, hvilken indflydelse flere perioder med nedgang i EVA vil have for ledelsens bonus, hvor den første Figur 6 er inddraget for, at illustrerer, hvor tallene anvendt i Figur 7 kommer fra.

Moderne bonusaftale	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Total
Målsat bonus (A)	2	2	0	0	2	6
EVA sidste år	-250,0	-150,0	-100,0	-150,0	-150,0	-250,0
EVA indeværende år	-150,0	-100,0	-150,0	-150,0	0,0	0,0
EVA -forbedring (Δ EVA)	100,0	50,0	-50,0	0,0	150,0	250,0
Forventet stigning i EVA (EI)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	250,0
Overnormal EVA -forbedring (Δ EVA - EI)	50,0	0,0	-100,0	-50,0	100,0	0,0
2 % af (Δ EVA - EI) (B)	1,0	0,0	-2,0	-1,0	2,0	0,0
Total bonus (A) + (B)	3,0	2,0	-2,0	-1,0	4,0	6,0

Figur 6 – EVA-baseret bonusaftale (Petersen, 2011)

I ovenstående Figur 6 er der ikke anvendt bonusbank, men figuren illustrer alligevel formålet med anvendelsen af en bonusbank, i og med, at det vil være problematisk, at udbetale en negativ bonus i årene 3 og 4. Dette ville betyde, at ledelsen ville blive afkrævet en negativ bonus på 2,0 og 1,0, hvilket de højst sandsynligt ikke ville acceptere (Petersen, 2011). Bonusbanken, der kan ses af nedstående Figur 7 giver mulighed for, at fordele bonussen over flere år.

Bonusbank	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Total
Bonusbank ved årets start	0,0	0,7	0,4	-1,6	-2,6	0,0
Målsat bonus	2,0	2,0	0,0	0,0	2,0	6,0
Bonus for overnormal EVA - forbedring	1,0	0,0	-2,0	-1,0	2,0	0,0
Saldo (maksimum for udbetaling)	3,0	2,7	-1,6	-2,6	1,4	6,0
Udbetaling 1)	2,3	2,2	0,0	0,0	1,4	6,0
Bonusbank ved årets udgang	0,7	0,4	-1,6	-2,6	0,0	0,0
1) Udbetalingen beregnes som målsat bonus + 1/3 af den resterende balance i bonusbanken						

Figur 7 – EVA-baseret bonusbank (Petersen, 2011)

I ovenstående Figur 7 ses det, at ledelsen straffes for flere perioder med nedgang i EVA ved, at bonusbanken påvirkes negativt. Det skyldes, at målet for den fastsatte bonus, forventet EVA-forbedring ikke nås, men dette forværres yderligere af at, at $y_{pct.}^* (EVA - EI)$, overnormal EVA, er negativ. Bonussen udbetales kun såfremt denne er positiv og beregnes eksempelvis for år 1 som den målsatte bonus (2,0) plus $1/3$ af den overnormale EVA-forbedring ($1/3 * 1$), hvilket giver en bonusudbetaling på 2,3. Den resterende saldo på 0,7 overføres til næste år. Denne er performance afhængig, hvilket vil sige, at såfremt den resterende saldo var negativ vil denne tilsvarende overføres til næste år (Petersen, 2011).

Denne type af en EVA-baseret bonusbank som Petersen forslår er let for ledelsen, at forstå og så påvirker den ikke ledelsens faste løn eftersom den tager den højde for perioder med nedgang i EVA ved, at overføre indeværende års saldo til næste år. Omvendt så kan flere perioder med nedgang i EVA også virke demotiverende og føre til, at ledelsen må trækkes med en akkumulerede negativ saldo i flere år, hvilket også betyder, at udsigten til en bonus kan synes langt væk. Er saldoen i bonusbanken negativ, som eksempelvis i år 3 og 4, kan det efterfølgende års gode performance i år 5 synes, at drukne. Omvendt afbøder den opsparende saldo i år 1 og 2 tilsvarende for en negativ saldo i år 3, som foruden den opsparende saldo ville have været højere. Petersen rejser yderligere en række problemstillinger ved brugen af ovennævnte bonusbank, som nøje bør afklares inden den implementeres. Bl.a., hvorvidt hele eller dele af balancen skal udbetales, såfremt ledelsen vælger, at forlade selskabet. Denne problematik er begrundet i de førnævnte ulemper omkring anvendelsen af finansielle præsentationsmål, der grundet

deres sensitivitet er underlagt ledelsen, som derfor har mulighed for, at manipulere ved disse. (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 680) forslår, at brugen af ethvert finansielt præsentationsmål bør gøres med forsigtighed og, at den pågældende aflønningskomite bør have for øje, at selv om EVA løser mange de problematikker, der er forbundet med ROE, så er det fortsat et finansielt præsentationsmål, der kan forvrides. Det er særligt regnskabsmæssige problemstillinger, der gør sig gældende, eftersom visse aktiver ikke bliver aktiveret i det eksterne regnskab. Det gælder bl.a. R&D, markedsføringsrelaterede aktiviteter, samt uddannelse og oplæring af personale. Hertil forslår (Kaplan & Atkinson, 1998), at disse opgøres eksklusivt således, at den afgående ledelse ikke aftræder med en positiv saldo, der er forårsaget af manglende økonomisk vedligeholdelse af de nævnte områder.

5.3. Ikke-Finansielle Præsentationsmål

Endeligt kan incitamentsordning også knyttes til ikke-finansielle præsentationsmål, og disse vælges oftest med den begrundelse, at de virker som en "key driver" for den langsigtede værdiskabelse, samt fordi de kan kontrolleres af den person som belønnes (Kaplan & Atkinson, 1998, s. 685). Eksempler på ikke-finansielle præsentationsmål kan bl.a. findes ved, at se på de præsentationsmål, som MacDonalds har opstillet for deres store managers; *Produkt kvalitet, Service, Rengøring, Salgs volume, Træning af personale og Cost kontrol (Ibid.)*.

Balance Scorecard, som med fordel ville kunne kombineres med en incitamentsordning, anvender hovedsagligt ikke-finansielle præsentationsmål i kunde-, proces-, samt læring og vækst perspektivet, mens det finansielle perspektiv anvender finansielle præsentationsmål. Balance Scorecard anvender de ikke-finansielle præsentationsmål til, at overvåge, hvorvidt selskabet oparbejder eller ødelægger deres kompetencer indenfor de før tre nævnte perspektiver med henblik på fremtidig vækst og profitabilitet. Fordelen ved ikke-finansielle præsentationsmål er, at de modsat de finansielle præsentationsmål er bedre indikatorer for strategi, eftersom finansielle præsentation mål udelukkende beretter om den finansielle betydning beslutninger og handlinger har haft for nuværende og tidligere perioder. Ikke-finansielle præsentationsmål er bedre strategiindikatorer, fordi forbedringer i disse mål bør afspejle sig i en fremtidig bedre finansielle performance. Omvendt vil et fald i de ikke-finansielle indikatorer for kunde-, - proces-, - og læring og vækst perspektivet berette om en fremtidig nedgang i den finansielle performance. (Atkinson, Kaplan, Matsumura, & Young, 2012). En måde, at afbøde det før omtalte horisontproblem kan gøres ved, at inkorporer ikke-finansielle præsentationsmål, fordi selv om det kausale forhold mellem ledelsens indsats og værdiskabelsen ikke umiddelbart skinner igennem på samme måde som ved brug af markedsbaseret – eller finansielle præsentationsmål, så er opnåelse af ikke-finansielle præsentationsmål forbundet med den langsigtede værdiskabelse.

En af begrænsningerne ved ikke-finansielle præsentationsmål er, at de i forhold til finansielle præsentationsmål er mere udsat for manipulation, fordi resultatet af eksempelvis en kundetilfredshedsundersøgelse sjældent er underlagt nogen form for verificering (Ittner, Larcker, & Rajan, 1997, s. 236). Ligeledes finder (Eccles & Mavrinac, 1995), at investorer og markedsanalytiker ikke har tillid til ikke-finansielle præsentationsmål, fordi den rapporterede performance er forvredet og beregningen heraf skifter over tid, hvilket gør manipulation muligt uden nogen form for sanktioner, eftersom disse præsentationsmål ikke er underlagt revision.

For ikke-finansielle præsentationsmål kan kriterierne for kongruens og kontrollerbarhed diskuteres, hvorvidt disse er opfyldt, eftersom ikke-finansielle præsentation sjældent er underlagt nogen form for intern eller ekstern kontrol, og derfor i højere grad kan udsættes for manipulation. Det bringer dermed også kriteriet om kongruens i fare, fordi kongruens er betinget af tiltag, der sikre den langsigtede værdiskabelse og dermed har til formål, at sikre overensstemmelse mellem aktionærernes mål og ledelsens, men eftersom aktionærer og investorer ikke har tillid til målet og ledelsen i vidt omfang har mulighed for, at forvride og tilpasse det egne mål syntes dette kriterie ikke, at være opfyldt. Selskabet kan dog på længere sigt få en indsigt heri, fordi opfyldelse eller mangel på samme over tid afspejler sig i værdiskabelsen. Kriteriet om enkelthed kan godt opfyldes for ikke-finansielle præsentationsmål, men det kræver, at disse udformes specifikke og, at der sættes tal på. For mange ikke-finansielle præsentationsmål kan også kompromittere kravet enkelthed, samt gøre det mere uoverskueligt for ledelsen. Ikke-finansielle præsentationsmål adresser ikke nogen regnskabsmæssige problemstillinger, da tallene anvendt her ikke direkte er regnskabsrelateret. Eksempelvis kan et ikke-finansielt præsentationsmål for kundetilfredshed være, at reducere antallet af klager med 10%. Antallet af klager registreret indgår ikke i de regnskabsbaserede tal, men har alligevel en indirekte indflydelse her på. Hvis ikke antallet af klager håndteres og nedbringes i fremtiden vil kunderne formentlig købe tilsvarende produkt hos en konkurrent og tab af kunder og fremtidige pengestrømme vil afspejle sig i de regnskabsbaserede nøgletal.

5.4. Delkonklusion

Incitamentsordninger kan baseres på enten markedsbaseret-, finansielle -, eller ikke-finansielle præsentationsmål og (Petersen, 2011) fire kriterier kan anvendes til, at sikre en effektiv ordning. Markedsbaseret præsentationsmål skaber en direkte forbindelse mellem ledelsens indsats og værdiskabelsen, men grundet aktiemarkedets usikkerhed er aflønning baseret på faktorer, som ledelsen ikke kan kontrollere. Målet er enkelt, at forstå og kræver umiddelbart ikke, at der adresseres særskilte regnskabsmæssige problemstillinger.

Finansielle præsentationsmål harmonerer ikke tilfredsstillende med kriteriet om kongruens, fordi aflønningen er baseret på et kortsigtet præsentationsmål, der ikke tager højde for den langsigtede værdiskabelse for aktionærerne. Præsentationsmålet er enkelt og i højere grad under ledelsens kontrol, men dette medfører også, at ledelsen i større grad har mulighed for, at manipulere med det. Derfor anbefaler Petersen, at de regnskabsmæssige problemstillinger adresseres eller, at aflønningen i stedet baseres på ændringer i EVA.

Ikke-finansielle præsentationsmål opfylder ikke kriterierne om kongruens og kontrollerbarhed, fordi aflønningen baseret på disse mål ikke er underlagt nogen kontrol, hvorved de i større grad kan manipuleres. Det medfører, at præsentationsmålet bliver et for usikkert mål for værdiskabelse, efter som der ikke er klar overensstemmelsen mellem aktionærernes mål og ledelsens. For mange ikke-finansielle præsentationsmål kan svække kriteriet om enkelthed. Præsentationsmålet tager ikke højde for regnskabsmæssige problemstillinger eftersom målene ikke er regnskabsrelateret.

Valget af hvilket eller hvilke præsentationsmål ordningen skal baseres på, er umiddelbart ikke en opgave, der er lige til eftersom (Petersen, 2011) forklarer, at "*one-size-fits-all*" incitamentsordninger ikke eksisterer. Ingen af de beskrevne præsentationsmålene opfylder alle fire kriterier, hvor kongruenskriteriet og fokuset på selskabets langsigtede værdiskabelse vejer tungest, fordi en incitamentsordning, hvor dette ikke er tilstræbt vil medføre, at de resterende tre kriterier bliver underordnet, eftersom de ikke er gode mål for værdiskabelse. For, at imødegå denne problematik forslår (Petersen, 2011), at man i stedet anvender en EVA-baseret bonusbank, fordi man derved vil kunne imødekomme kravet om den langsigtede værdiskabelse og kongruens. Alternativt kan ordningen baseres på et mix af både kort – og langsigtede præsentationsmål. Dette vil både afhjælpe horisontproblemet, samt sikre, at ledelsen ikke bliver demotiveret grundet det manglende fokus på den aktuelle performance. Uanset løsning vil det være afgørende for et selskab som William Demant, at have fokus på kapitalomkostninger i forbindelse med investeringsprojekter, da deres eksistensgrundlag er betinget af deres evne til, at opfinde og producere lydrelaterede produkter, som både er innovative og revolutionerende. Derfor er det bydende nødvendigt, at ledelsen investerer i forskning og udvikling, der har en positiv nutidsværdi og, at denne for så vidt muligt ikke er relateret til aflønningen.

6. Konklusion

Beskrevet i indledning er forudsætningen for, at kunne udarbejde og etablere en effektiv incitamentsordning betinget af forståelsen for de ledelsesmæssige aspekter, samt de regnskabs- og skattemæssige aspekter for, at kunne motivere og fastholde medarbejder. Ligeledes med henblik på, at forene ledelsens interesser med aktionærernes for, at sikre den langsigtet værdiskabelse.

I litteraturen omkring incitamentsaflønnning, samt i Komitéen for god Selskabsledes rapport om Corporate Governance er identificeret tre motiver for anvendelse af incitamentsaflønnning. 1) Tiltrækning og fastholdelse af dygtige og kompetente ledere og bestyrelsesmedlemmer, 2) Skabe interessesammenfald mellem aktionærer og selskabsledelse og 3) Motivere ledelsen ved, at give resultat- eller præsentationsfremmende incitamenter.

Bestyrelsen i William Demant har valgt, at incitamentsaflønne på baggrund af motiv 1) og 2). Taget det nuværende ledighedsniveau er William Demant nødt til, at kunne tilbyde en attraktiv lønpakke for både, at kunne gøre sig i konkurrencen om, at tiltrække kvalificeret arbejdskraft, samt for at beholde den nuværende direktion. Det andet motiv skal ses med henblik på, at løse principal-agentproblematikken og forene ledelsens interesser med aktionærernes, men også i en mere detaljeret kontekst i forhold til ejerstrukturen i William Demant, hvor bestyrelsen, som har valgt disse motiver udgøres af 2 bestyrelsesmedlemmer fra Oticon Fonden og 1 fra William Demant Invest, der besidder 60% ejerskab i William Demant Holding. Det andet motiv handler derfor snarere om, at forene ledelsens interesser med Oticon Fondens.

For et børsnoteret selskab som William Demant tilhørende regnskabsklasse D, er etableringen og anvendelsen af incitamentsaflønnning omfattet af selskabslovens § 138 og § 139 for selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked eller et multilateral handelsfacilitet. § 139 omhandler de overordnet retningslinjer et aktieselskab som William Demant skal udarbejde forud for etableringen af en incitamentsordning. Disse skal forlægges og godkendes af generalforsamlingen inden William Demants bestyrelse på vegne af selskabet kan indgå konkrete aftaler om incitamentsaflønnning af medlemmer af direktionen. Årsregnskabsloven specificeres ikke konkret, hvorledes incitamentsaflønnning skal indregnes og præsenteres i årsregnskabet, men William Demant har jf. årsregnskabslovens § 98 b, oplysningspligt vedrørende incitamentsordninger. Kravet om oplysningsforpligtigelse omfatter oplysninger fordelt på

hvert ledelsesorgan, indeholdende oplysninger om, hvilke ydelser ordningen omfatter., samt suppleres med de nødvendige informationer for, at kunne vurdere værdien heraf.

William Demant skal aflægge regnskab i overensstemmelse med de gældende internationale regnskabsstandarder IFRS. IFRS 2 skelener mellem tre typer af aktiebaseret vederlæggelse, egenkapitalordninger, kontantordninger og valgfri ordning. Bestyrelsen i William Demants ønske om, at benytte skyggeaktier, som aflønningsform medfører, at den regnskabsmæssige behandling for kontantordninger skal iagttages. Generelt skal William Demant, uanset ordning indregne omkostningerne ved den aktiebaseret vederlæggelse i takt med, at medlemmerne af direktionen i William Demant leverer deres arbejdsydelser og omkostningerne herved, skal indregnes i resultatet.

Forslaget der indeholder en optjeningsperiode på 3 år er i følge IFRS 2 en arbejdsbetingelse, hvorfor forpligtigelsen skal fordelen henover optjeningsperioden på de 3 år og ikke straks indregnes i resultatet. Tildelingen af skyggeaktier skal opgøres til dagsværdien på tildelingstidspunktet og fordeles henover optjeningsperioden, hvor der skal ske genmåling heraf på balancedagen og frem til udnyttelsestidspunktet. Ændringer i værdien indregnes i resultatet og skøn skal foretages over antallet af instrumenter, der forventes optjent. IFRS 2 standarden stiller omfattende notekrav til indregning og måling af den aktiebaseret vederlæggelse, uanset valg af ordning, hvilket medfører, at årsrapporten skal indeholde detaljeret oplysninger vedrørende den aktiebaseret vederlæggelses art og omfang, værdiansættelse, samt hvilken indvirkning ordningen har haft på selskabets resultat.

Dernæst er børsnoterede selskaber som William Demant også forpligtet til, at følge NASDAQ OMX Copenhagens gældende regler for udstedere af aktier, hvor oplysningsforpligtigelsen kræver, at der gives oplysninger ved etablering af aktiebaseret aflønningsprogrammer. Implementeringen af komitéen for god Selskabsledelses anbefalinger for Corporate Governance betyder, at William Demant skal redegøre for, hvorledes selskabet forholder sig til komitéens anbefalinger ved brug af "*følg-eller-forklar*" princippet.

Skattelovgivningen har betydning for den incitamentseffekt, der skabes ved tildelingen af de forskellige aflønningsformer og er derfor afgørende størrelsen af den belønning ledelsen står tilbage med. En ordning indenfor ligningslovens § 7P er det mest attraktive ordning, og denne kan konstrueres således, at William Demant bliver kompenseret for det manglende fradrag, som ordningen er omfattet af. Fantomaktier giver det svageste incitament efterfulgt af konvertible obligationer. William Demant bør overveje, hvor betydningsfuldt det er for selskabet, at anvende skyggeaktier, da de ville kunne skabe et stærkere incitament for de samme omkostninger ved anvendelse af et af de andre aktiebaseret komponenter.

En incitamentsordning kan baseres på 3 forskellige præsentationsmål; Markedsbaseret, Finansielle og Ikke-finansielle. Disse kan vurderes ud fra (Petersen, 2011) fire kriterier, kongruens, kontrollerbarhed, enkelthed og regnskabsmæssige problemstillinger. Ingen af præsentationsmålene opfylder alle kriterier, men kongruenskriteriet bør som udgangspunkt tilstræbes for, at sikre værdiskabelsen på lang sigt. Alternativt kan en ordning baseret på et mix af både kort- og langsigtet præsentationsmål eller der kan anvendes en EVA-baseret bonusbank.

7. Bibliografi

Aktieavancebeskatningsloven. (6. Septemeber 2016). Skatteministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 1148 af 29. August 2016 om den skattemæssige behandling af gevinster og tab ved afståelse af aktier m.v.* København, Danmark.

Andersen, C. B., & Andersen, M. B. (26. Februar 2018). *Jurition.dk*.

Atkinson, A. A., Kaplan, R. S., Matsumura, E. M., & Young, S. M. (2012). *Management Accounting Information for decision making and strategy execution* (Årg. Sixth edition). Essex, England: Pearson.

Årsregnskabsloven. (16. December 2015). Erhvervsministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 1580 af 10. December 2015*. København.

Baiman, S. (2006). Contract Theory analysys af managerial accounting issues. I A. Bhimani, *Contemporary Issues in Managerial Accounting*. Oxford: Oxford University Press.

Banner-Voigt, E., & Rasmussen, S. (2009). *Aktieløn*. København: Thomson Reuters; 4. Udgave.

Børsen. (2012). FAKTA Skyggeaktier. *Børsen*.

Bech - Bruun. (2012). *Incitamentsordninger*. Hentet fra Bechbrunn.com.

Bukh, P. N., & Sandalgaard, N. (3. Juni 2008). Styring efter budgetmål: Er benchmarking som motivationsmodel et alternativ? *Ledelseshåndbogen Controlleren*.

Cicero, D. C. (2009). The Manipulation af Executive Stock Option Exercise Strategies: Information Timing and Backdating. *THE JOURNAL OF FINANCE*, Vol. LXIV(6), s. 2627-2663.

Corporate Governance. (13. April 2016). *CorporateGovernance.dk*. Hentet Maj 2017

Danmarks Statistik. (u.d.). Hentet 29. juni 2017 fra Danmarks Statistik: www.dst.dk

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (Jan 1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, Vol 22(1), s. pp 20-47.

- Deloitte. (2013). *IFRS Introduktion til de internationale regnskabsstandarder*. København, Danmark: Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab.
- Deloitte. (2014). SKAT 2014. *Individuelle aktielønsordninger*. Deloitte.
- Demant.com. (u.d.). Hentet 27. Juli 2017
- dr.dk. (12. Marts 2018). Hentet 18. juli 2018 fra Advarselslamper blinker: Mangel på hænder vækker minder om tid før finanskrisen.
- Eccles, R. G., & Mavrinac, S. C. (1995). Improving the corporate disclosure process. *Sloan Management Review*, Vol. 36(4), s. pp. 11-25.
- Eisenhardt, K. M. (Jan 1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14(1), s. 57-74.
- Ellig, B. R. (2014). The Impact of Shareholders on Executive Pay. *Compensation & Benefits Review*, Vol. 46(3), s. 141-146.
- Euroinvestor.dk. (Februar 2017). *FAKTA: Derfor er VA-segmentet vigtigt for høreapparatproducenterne*. Hentet 27. Juli 2017
- EY.com. (2015). *Aktieløn ligningslovens § 28*. Hentet 29. November 2017 fra EY.com.
- Hall, B. J. (2003). Six Challenges in Designing Equity-Based Pay. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15(3).
- Hancock, W. A. (July 1969). The Non-qualified Stock Option Plan and the Shadow Stock Plan. *The Business Lawyer*, Vol. 24(4), s. pp. 1245-1262.
- Hawawini, G., & Viallet, C. (2011). *Finance for Executives - Managing for Value Creation*. Mason, Ohio: Cengage Learning.
- Hirsch, P., Michaels, S., & Friedman, R. (May 1987). "Dirty Hands" versus "Clean Models". *Theory and Society*, Vol 16(3), s. 317-336.
- IFRS 2. (u.d.). *Aktiebaseret vederlæggelse*. Hentet April 2018 fra Europa Kommissionen.
- Ittner, C. D., Larcker, D. F., & Rajan, M. V. (April 1997). The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts. *The Accounting Review*, Vol. 72(2), s. pp. 231-255.
- Kapitalmarkedsloven. (6. Juni 2017). Erhvervsministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 650 af 8. Juni 2017 om Lov om kapitalmarkeder*. København, Danmark.
- Kaplan, R., & Atkinson, A. (1998). *Advanced Management Accounting*. Prentice Hall.
- Kohn, A. (September 1993). Why Incentive Plans Cannot Work opstillet. *Harvard Business Review*, 74(5), s. 54.

- Komitéen for god Fondsledelse. (2014). *Anbefalinger for God Fondsledelse*.
- Komitéen for god Selskabsledelse. (2010). *Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning, jf selskabslovens § 139*. Corporate Governance.dk. København: Erhvervs - og Selskabsstyrelsen.
- Komitéen for god Selskabsledelse. (2013). *Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning, jf selskabslovens § 139*. København: Erhvervsstyrelsen .
- Komitéen for god Selskabsledelse. (2015). *Vejledning om vederlagspolitik*. Anbefalinger for god Selskabsledelse. Corporate Governance.dk.
- Komitéen for god Selskabsledelse. (2017). *Anbefalinger for god selskabsledelse*.
- Komitéen for god Selskabsledelse. (4. Maj 2018). *Pressemeddelelse: Komitéen for god Selskabsledelse kommer med vejledning om incitamentsaflønning*. Hentet fra CorporateGovernance.dk.
- Kromann Reumert. (13. Maj 2016). *Lovgivning om gunstige skatteregler for medarbejderaktier er vedtaget*. Hentet 30. November 2017 fra Kromann Reumert.com.
- Kronborg, M. (2. Maj 2007). *Bonusboom i mindre danske virksomheder*. Hentet 10. Oktober 2017 fra Berlinske Business.
- Kursgevinstloven. (5. November 2016). Skatteministeret. *Lovbekendtgørelse nr. 1283 af 25. Oktober om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter*. København, Danmark.
- Ligningsloven. (14. September 2016). Skatteministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 1162 af 1. September 2016 om påligningen af indkomstskat til staten*. København, Danmark.
- Lindegaard, J., Johansen, L. N., Øvlisen, M., & Schmidt, W. (2001). *Nørby-Udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark*. København: Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.
- Lioudis, N. (16. Februar 2017). *The collapse of Lehmann Brothers: A case study*. Hentet 13. Maj 2017 fra Investopedia.com.
- Lynch, L. J., & Perry, S. E. (2003). An overview of management compensation. *Journal of Accounting Education*(21), s. 43-60.
- NASDAQ OMX Copenhagen. (3. Juli 2016). *Regler for udstedere af aktier*. Hentet 9. Oktober 2017 fra Nasdaqomx.com.
- Ofek, E., & Yermack, D. (June 2000). Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership. *THE JOURNAL OF FINANCE*, Vol. LV(3).
- Ordóñez, L. D., Schweitzer, M. E., Galinsky, A. D., & Bazerman, M. H. (February 2009). Goals Gone Wild: The Systematic Side Effect of Overprescribing Goal Setting. *Academy of Management Perspectives*, 23(1), s. 6-16.

Oticon Fonden. (2017). *Årsregnskab*. Smørum.

Oticonfonden.dk. (19. Januar 2017). *Fondens officielle hjemmeside*. Hentet 27. Juli 2017 fra Oticonfonden.dk.

Perrow, C. (January 1986). Economic Theories of Organization. *Theory and Society*, Vol. 15(1/2), s. 11-45.

Personskatteloven. (10. Oktober 2015). Skatteministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 1163 af 8. Oktober 2015*. København, Danmark.

Petersen, C. V. (Oktober 2011). Regnskabsbaseret Bonusaflønnning. Hvad ledelsen bør vide om regnskabsbaseret bonusaflønnning. *Børsen. Ledelse*. Hentet fra Børsen. Ledelse.

PriceWaterhouseCoopers. (2018). *Regnskabshåndbog 2018 - Overblik Inspiration Viden*. Hellerup: Price Waterhouse Coopers.

Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2010). *Selskabsloven (lov om aktie- og anpartsselskaber) med kommentarer* (Årg. 1. Udgave). Danmark: Jurist - og Økonomforbundets Forlag.

SDU.dk. (6. Februar 2018). *Forskningens fokus og genstandsfelt*. Hentet Juli 2018 fra Syddansk Universitet.

Selskabsloven. (17. September 2015). Erhvervs - og Vækstministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 1089 af 14. August 2015 om aktie- og anpartsselskaber*. København, Danmark.

Selskabsskatteloven. (14. September 2016). Skatteministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 1164 af 6. September 2016*. København, Danmark.

SKAT.dk. (15. Marts 2013). *B.3.2 Aktieindkomst over progressionsgrænsen*. Hentet Marts 2018 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.2.2 Købe- og tegningsretter omfattet af LL § 16*. Hentet 13. December 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.2.2.1.1 Køberetter beskattes som løn på retserhvervelsestidspunktet*. Hentet 30. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.2.2.1.2 Beskatning, hvis køberetter sælges*. Hentet 30. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.2.3.1 Lovgrundlag: LL § 28*. Hentet 30. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.2.3.3 Beskatning af medarbejderen*. Hentet 30. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.3.2 Vederlag i form af aktier, købe- eller tegningsretter til aktier*. Hentet 30. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.3.8 Beskatning af selskabet*. Hentet 30. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.4.2 Selskabets fradragsret*. Hentet 14. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.5 Fantomaktier*. Hentet 18. December 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.A.5.17.6 Konvertible obligationer*. Hentet 14. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (7. Juli 2017). *C.A.5.17.7.4 Retserhvervelsestidspunktet*, 2.8. Hentet 4. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.B.1.8.1 Overordnede principper for beskatningen af finansielle kontrakter*. Hentet 14. November 2017 fra SKAT.dk.

SKAT.dk. (31. Juli 2017). *C.D.2.4.3.3.1 Formål og anvendelsesområde*. Hentet 30. November 2017 fra SKAT.dk.

Skatteministeriet. (7. November 2017). *Marginalskatteprocenter 1993 og 1998-2018*. Hentet Maj 2018 fra SKM.dk

SKM2003.7.LR - Konvertible obligationer eller køberetter, 99/02-4359-00205 (Ligningsrådet 6. Januar 2003).

Statsskatteloven. (2. Juni 2003). Skatteministeriet. *Lovbekendtgørelse nr. 149 af 10. April 1922 om indkomstskat til staten*. København, Danmark.

Werlauff, E., Guldbæk Larsen, L., & Riskjær Larsen, D. (2010). *Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb: Muligheder og faldgruber*. København: Gjellerup.

William Demant. (3. Maj 2018). *William Demant Holding A/S Vederlagsudvalg*. Hentet fra Demant.com.

William Demant Holding A/S. (2016). *Årsregnskab 2016*. Smørum: William Demant.

William Demant Holding A/S. (7. April 2016). *Generalforsamlingsprotokollat*. Hentet 31. Oktober 2017 fra Demant.com.

William Demant Holding A/S. (7. April 2016). *Selskabsmeddelse - Afholdelse af ordinær general forsamling*. Hentet 28. November 2016 fra Demant.com.

William Demant Holding A/S. (2017). *Årsregnskab 2017*. Smørum: William Demant.

William Demant Holding A/S. (2016). *Vedtægter for William Demant Holding A/S*. Smørum.

8. Bilag

Bilag 1– Proposal Submitted by the Board of Directors to the Annual General Meeting on 7 April 2016

Remuneration policy and general guidelines on incentive pay

This remuneration policy for the Board of Directors and the executive management of William Demant Holding A/S (the "Company") sets out the principles for remuneration of the Board of Directors and the executive management of the Company, as well as general guidelines for incentive pay to the executive management of the Company pursuant to section 139 of the Danish Companies Act.

It is the Company's policy to offer (i) fixed remuneration to the Board of Directors and (ii) a combination of fixed remuneration and incentive pay to certain members of the executive management as further set out below.

In the opinion of the Board of Directors, the remuneration of the Board of Directors and the executive management of the Company reflects a competitive remuneration level.

Board of Directors:

The members of the Board of Directors of the Company receive a fixed basic fee. The Chairman receives three times the basic fee and the Deputy Chairman receives twice the basic fee.

Audit committee members receive an additional fixed fee for their work in the audit committee and the Chairman receives three times the basic fee.

Nomination committee members do not receive additional remuneration for their work in the nomination committee.

The Board of Directors are not eligible for any incentive or performance-based remuneration or any other variable components. Accordingly, the guidelines on incentive pay pursuant to section 139 of the Danish Companies Act only apply to the executive management.

Executive management:

Each member of the executive management receives a fixed remuneration.

In order to provide further incentive for the executive management of the Company to continue their service to the Company, and to align the interests of the executive management with the interests of the shareholders of the Company, the Board of Directors may offer members of the executive management a variable cash remuneration component in the form of an annually revolving retention scheme.

To ensure clarity regarding the criteria for payment under such retention scheme, the scheme shall i.a. contain (i) a qualifying retention period of two to five years, (ii) a base calculation amount of one to six months' fixed salary, (iii) an adjustment of the base calculation amount according to the development in the Company's share price during the relevant retention period and (iv) a mechanism whereby an executive management member who gives or is given notice of termination, shall not be entitled to any retention remuneration, neither in full nor pro rata.

If the Company terminates the employment of the President & CEO, a notice period of 2.5 years has been agreed upon. Furthermore, the President & CEO is entitled to a seniority bonus matching one year's salary for every four years of employment after 2005. In the consolidated financial statements, this seniority bonus is recognised as a defined benefit plan commitment that will be paid out on termination of the employment.

1.2 EMPLOYEES

(DKK million)	Note	2017	2016
Staff costs:			
Wages and salaries		4,937	4,580
Share-based remuneration		3	1
Defined contribution plans		70	64
Defined benefit plans	7.1	2	3
Social security costs, etc.		476	419
Total		5,488	5,067
Staff costs by function:			
Production costs		796	785
R&D costs		571	502
Distribution costs		3,491	3,191
Administrative expenses		630	589
Total		5,488	5,067
Average number of full-time employees		13,280	12,339

Remuneration to Executive Board and Board of Directors (included in staff costs)

(DKK million)	2017				2016			
	Wages and salaries*	Seniority bonus	Share-based remuneration**	Total	Wages and salaries*	Seniority bonus	Share-based remuneration**	Total
Søren Nielsen, President & CEO	10.3	-	0.9	11.2	7.9	-	0.4	8.3
René Schneider, CFO	5.0	-	0.5	5.5	4.7	-	0.2	4.9
Niels Jacobsen, former President & CEO	3.6	0.0	-	3.6	14.1	5.2	-	19.3
Executive Board	18.9	0.0	1.4	20.3	26.7	5.2	0.6	32.5
Fee to Board of Directors	4.3	-	-	4.3	3.9	-	-	3.9

*No member of the Executive Board has remuneration in the form of pension or other benefits of more than DKK 0.5 million (DKK 0.5 million in 2016). These expenses are therefore included in wages and salaries.

**In 2017, DKK 0 million (DKK 0 million in 2016) of the share-based remuneration was settled.

As of 1 April 2017, Niels Jacobsen stepped down from his position as President & CEO of William Demant Holding. At the same time, the Board of Directors appointed Søren Nielsen new President & CEO of William Demant Holding.

A seniority bonus in the amount of DKK 42 million, matching one year's salary for every four years of employment from 2005 to 2016, was paid out in April 2017 to the former President & CEO of William Demant Holding, Niels Jacobsen.

President & CEO, Søren Nielsen, is entitled to 24 months' notice in the event of dismissal. CFO, René Schneider, is currently entitled to 14 months' notice in the event of dismissal, which increases with seniority.

In 2017, the basic remuneration for a member of the Parent's Board of Directors was DKK 350,000 (DKK 350,000 in 2016). The Chairman of the Board of Directors receives three times the basic remuneration and the Deputy Chairman twice the basic remuneration. The members of the audit committee each receive a basic remuneration of DKK 50,000 (DKK 50,000 in 2016), and the chairman of the audit committee receives three times the basic remuneration.

1.2 EMPLOYEES – CONTINUED

In 2016, part of the Executive Board and other senior members of Management enrolled in a number of cash-settled, share-based remuneration programmes. These share-based programmes have vesting conditions under which Management must stay employed for three years to receive the remuneration.

Members of Management enrolled in the share-based remuneration programme are entitled to “shadow shares” of a value equal to a certain number of months’ salary. The fair value is determined based on this at the time of granting. There has been no changes to the programme in 2017 or to the members enrolled in the programme.

At 31 December 2017, the Group had liabilities of DKK 5 million related to the share-based remuneration programmes (DKK 1 million in 2016). The liability is recognised on a straight-line basis, as the service is rendered. The liability is remeasured at each reporting date and at the settlement date based on the fair value of the “shadow shares”. Fair value adjustments are recognised as financial income or financial expenses. If relevant, the liability is adjusted to reflect the expected risk of non-vesting as a result of resignations. Any changes to the liability are recognised in the income statement. The Group bought back shares to cover the financial risk of share price fluctuations related to the programmes.

At 31 December 2017, the remaining average contractual life of cash-settled remuneration programmes was 24 months (31 months in 2016).

Share-based remuneration

(DKK million)

	2017		2016	
	Executive Board	Other senior members of Management	Executive Board	Other senior members of Management
Liability at 1.1.	0.6	0.6	-	-
Expensed in staff costs during the year	1.4	1.5	0.6	0.6
Fair value adjustments	0.6	0.7	0.0	0.0
Settled during the year	0	-0.3	-	-
Liability at 31.12.	2.6	2.5	0.6	0.6
Granted during the year	2.6	2.2	2.2	3.9
Unrecognised commitment at 31.12.*	3.7	5.1	1.7	3.1

* Unrecognised commitment is the part of granted “shadow shares” not expensed at 31 December.



ACCOUNTING ESTIMATES AND ASSUMPTIONS

Management must evaluate the likelihood of vesting conditions for the cash-settled, share-based programmes being fulfilled. Vesting is entirely dependent on the persons enrolled in the share-based programmes remaining employed until the end of the vesting period. The estimate made based on this likelihood is used to calculate the fair value of the share-based programmes. Furthermore, the shares must be valued. For this purpose, Management uses the share price quoted at Nasdaq Copenhagen.