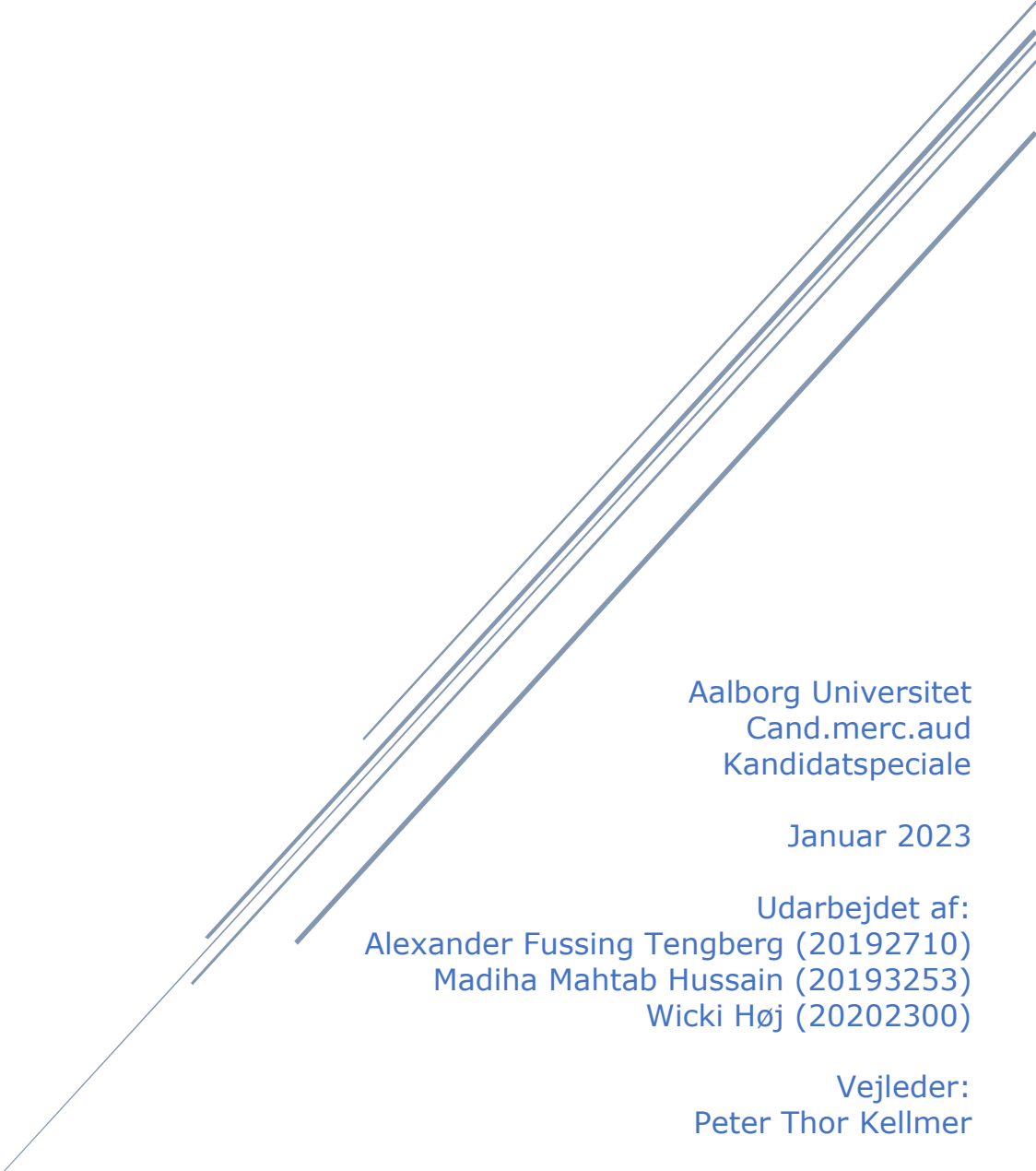


VEDERLAGSRAPPORTERING I DANMARK

Opnåelse af gennemsigtighed og værdiskabelse



Aalborg Universitet
Cand.merc.aud
Kandidatspeciale

Januar 2023

Udarbejdet af:
Alexander Fussing Tengberg (20192710)
Madiha Mahtab Hussain (20193253)
Wicki Høj (20202300)

Vejleder:
Peter Thor Kellmer

Antal anslag: 226.280

Indholdsfortegnelse

0 Abstract.....	1
1 Indledning.....	2
1.1 Problemformulering:.....	3
1.2 Undersøgelsesspørgsmål:.....	3
2 Afgræsning.....	3
3 Metodeafsnit	5
3.1 Videnskabsteori og metode	5
3.2 Valg af metodesyn.....	7
3.3 System metodesynet.....	8
3.4 Opbygning.....	9
3.5 Interview design	11
3.5.1 Syv interview faser.....	14
4 Teori.....	16
4.1 Lovgivning og vejledning fra regulatorerne.....	16
4.2 Internationale finansielle- og rapporteringsstandarder.....	17
5 Lovgivning om vederlagsrapportering.....	17
5.1 Formål med loven.....	18
5.2 Sammenholdelse af EU-direktiv mod Erhvervsstyrelsens vejledning 3.0.	19
5.3 Vejledningsindhold	20
5.3.1 Version 1.0 til 2.0.....	24
5.3.2 Version 2.0 til 3.0.....	24
6 Ledelsesaflønning	25
6.1 Indregning og måling.....	26
6.2 Personaleydelser	26
6.3 Aktiebaseret vederlæggelse	28
6.4 Benchmarking.....	30
6.4.1 Benchmarkinganalyse – bestemmelse af formål	31
6.4.2 Benchmarkinganalyse – ”hvem” skal indgå i analysen.....	31

6.4.3 Benchmarkinganalyse – informationsniveau	36
7 Vederlagsrapportering i Danmark.....	37
7.1 Opbygning af analysen om værdiskabelse og gennemsigthed.....	37
7.2 Formål med analysen	38
7.2.1 Interview med Ken L. Bechmann	39
7.2.2 Interview med Martin Faarborg	39
7.2.3 Interview med Peer Schaumburg-Müller	40
7.2.4 Interview med Søren Thor Jensen.....	40
7.2.5 Interview med Michal Danielewicz	41
7.2.6 Interview med Anders Folmer	42
7.2.7 Interview med Thomas Thune Andersen	42
7.2.8 Interview med Anne Louise Eberhard	44
7.3 De væsentligste elementer.....	45
8 Design af analyse	46
8.1 Opbygning af analysen.....	48
8.2 Redegørelse af analyseret C-25 selskaber.....	49
8.2.1 Redegørelse af første undersøgelsesspørgsmål.....	50
8.2.2 Redegørelse for andet undersøgelsesspørgsmål.....	53
8.2.3 Redegørelse for tredje undersøgelsesspørgsmål	60
8.2.4 Redegørelse for fjerde undersøgelsesspørgsmål	63
9 Analyse af danske C-25 selskaber	65
9.1 Analyse af C-25 selskaberne, individuel.....	66
9.1.1 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Novo Nordisk	66
9.1.2 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra A. P. Møller - Mærsk.....	67
9.1.3 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Ørsted	68
9.1.4 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra DSV	69
9.1.5 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Vestas Wind Systems A/S	70
9.1.6 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Genmab A/S	71
9.1.7 Individuel analyse af 2020/21 vederlagsrapporten fra Coloplast.....	72
9.1.8 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Carlsberg.....	73
9.1.9 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Tryg	74
9.1.10 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Novozymes	75
9.1.11 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Danske Bank.....	76
9.1.12 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Demant	77
9.1.13 Individuel analyse af 2020/21 vederlagsrapporten fra Chr. Hansen	78
9.1.14 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Pandora	79
9.1.15 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Rockwool.....	80
9.1.16 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra ISS	81
9.1.17 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra GN Store Nord.....	82
9.1.18 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Royal Unibrew.....	82
9.1.19 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Jyske Bank.....	83

9.1.20 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Bavarian Nordic.....	84
9.1.21 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Netcompany	85
9.1.22 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Ambu	85
9.1.23 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra FLSmith & Co	86
9.2 Analyse af C-25 selskaberne, komparativ	87
9.2.1 Har selskabet beskrevet deres vederlags underkategorier?	87
9.2.2 Har selskabet beskrevet deres aktiebaseret vederlæggelse, deres tilhørende skøn og KPI'er. Er måltal for KPI'et beskrevet?	91
9.2.3 Anvender selskabet benchmark og herunder beskrevet de benchmark elementer som indgår?	95
9.2.4 Hvis der er foretaget ændringer til lønpakken, er dette så beskrevet i vederlagsrapporten?	99
9.3 Analyser af nøgletal for en måde at kunne sammenligne vederlag på.....	103
9.4 Sammenholdelse af vederlagsrapporter fra 2019, 2020 og 2021	109
9.4.1 Udvikling i vederlagsrapportering	110
10 Vederlagsrapportering i omverdenen.....	111
10.1 Skandinavien	111
10.2 Udvælgelse af rapporter	112
10.3 Analyse af virksomheden IMI plc	113
10.3.1 Beskrivelse af pension.....	113
10.3.2 Incentive programmer	113
10.3.3 Nøgletal	116
10.4 Analyse af virksomheden Johnson and Johnson 2021	117
10.4.1 Analyse af Proxy statement 2021	117
11 anbefalinger	123
12 Konklusion.....	127
13 Litteraturliste.....	129
14 Bilag.....	136
Bilag 1 – Interview med Ken L. Bechmann.....	136
Bilag 2 – Interview med Martin Faarborg.....	136
Bilag 3 – Interview med Peer Schaumburg-Müller	137
Bilag 4 – Interview med Søren Thor Jensen	138
Bilag 5 – Interview med Michal Danielewicz.....	139
Bilag 6 – Interview med Anders Folmer	140

Bilag 7 – Interview med Thomas Thune Andersen.....	140
Bilag 8 – Interview med Anne Louise Eberhard.....	142

0 Abstract

In 2017, the EU presented a shareholder directive which meant that European listed companies should publish a remuneration report effective from 2019. This entailed changes in the Danish companies acts. Furthermore, the Danish Business Authorities issued guidance upon the remuneration reports and how it should be presented. The purpose of this report is to analyze how these Danish remuneration reports can create value and transparency for the users of the report (stakeholders). This has resulted in the following thesis statement *“How does the remuneration reports create value and transparency for the users of the reports?”*

The methods used in this report is qualitative, where nine interviews have been conducted with experts, investors, and board members. The focus is upon understanding their view on remuneration reports to identify what creates transparency for them. Moreover, an analysis has been conducted for 23 Danish large cap companies. The analysis has been created solely for this report, where the remuneration reports have been scored based on the information provided on matters such as: benchmarking, share-based compensation, effects from changes.

Additionally, a British and American company have been analyzed to identify if Danish companies could improve their reports, based on an international perspective.

This has led to recommendations for how to improve the transparency and value creation regarding the remuneration reports.

Based on the analysis it was identified that the companies are lacking a link between the overall strategy, the KPI's and the remuneration payout to management. KPI's are not described sufficiently, in terms of how they can be achieved and their link to specific strategy goals. Generally, the companies do not provide enough information regarding whom peer companies are, why the peer-companies have been selected and the result of the benchmarking analysis. It is recommended that companies perform benchmarking based on factors such as geography, industry, stock exchange index and size/complexity.

In addition, the companies should also include relevant ratios such as CEO and CFO-ratio.

Conclusively, by improving the information on benchmarking, CEO/CFO-ratio and the interconnection between KPI's, strategy and remuneration, the transparency will increase in the Danish remuneration reports.

1 Indledning

I 2017 blev et EU aktionærrettighedsdirektiv vedtaget, det har medført dansk lovændring for børsnoterede selskaber, nemlig selskabsloven §§ 139-139b. Grundet lovændringen, er det nu et lovkrav, at der skal udarbejdes en rapport, som oplyser børsnoterede selskabers aflønning til ledelsesmedlemmer (Erhvervsstyrelsen, 2019a). Formålet med ændringerne har været at øge gennemsigtigheden omkring informationer angående ledelsesaflønninger (Erhvervsstyrelsen, 2019b), og hvordan disse er afledt af strategien i selskabet.

Erhvervsstyrelsen har endvidere offentliggjort et anbefalingssæt, som kan benyttes af de berørte selskaber til at udarbejde og offentliggøre deres vederlagspolitikker og vederlagsrapporter (Erhvervsstyrelsen, 2019b).

Denne rapport er udarbejdet for at undersøge hvilken information, der findes i vederlagsrapporten og hvilken værdi, som den skaber for de børsnoteret selskabers interessenter. I rapporten analyseres C-25 selskabers vederlagsrapporter, hvor fokus er på hvad selskaber, bestyrelsesmedlemmer, investorer og andre eksperter har af holdninger til vederlagsrapportering. Undersøgelsen er foretaget på baggrund af kvalitative interviews, hvor de berørte parter har haft mulighed for at belyse deres perspektiv på emnet vederlagsrapportering. Endvidere er en analyse af vederlagsrapporter for C-25 selskaber foretaget vedrørende deres informationsniveau baseret på kriterier, som skaber gennemsigtighed. C-25 selskaber refererer til de selskaber som er mest handlede på C-25 børsindekset på den Københavns Fondsbørs (Voergaard, 2020). Disse selskaber er benyttet, da de alle skal udarbejde vederlagsrapporter.

Opbygningen af rapporten beskriver lovgrundlaget for vederlagsrapportering og begrebet omkring ledelsesaflønning. Dette er inkluderet for at beskrive baggrunden for vederlagsrapporterne, før analysen af vederlagsrapporterne foretages. Herefter er værdiskabelsen for vederlagsrapportering baseret på perspektiver fra diverse interessenter analyseret. Endvidere viser rapporten en analyse af C-25 selskabers vederlagsrapporter i forhold til deres værdiskabelse for interessenterne. For at få et globalt perspektiv på emnet er et amerikansk og et britisk selskabs vederlagsrapport analyseret. Formålet med dette er at analysere, hvordan vederlagsrapporteringen adskiller sig på et globalt plan, og der er nogle væsentlige forskelle som influerer gennemsigtighed og værdiskabelse, som kan inspirere til forbedringer til danske vederlagsrapporter.

Baseret på resultaterne af analyserne er der udarbejdet et anbefalingssæt til forbedring af vederlagsrapportering for C-25 selskaberne. Løsningerne er pragmatiske og konkrete, som kan implementeres snarest af selskaberne, hvormed de kan forbedre deres vederlagsrapportering begrundet via analysen.

1.1 Problemformulering:

Hvordan skaber vederlagsrapport værdi og gennemsigtighed for interessenter?

1.2 Undersøgelsesspørgsmål:

1. Redegør for historien bag vederlagsrapporten og grundlaget for den nye rapportering fra november 2019. Hvilke lovkrav gør sig gældende, og hvad er grundlaget for denne nye regulering?
2. Redegør for ledelsesaflønning, herunder hvilke elementer denne udgør, og hvilke overvejelser der skal gøres ved benchmarking.
3. Undersøg værdiskabelsen ved vederlagsrapporteringen. Hvordan giver disse rapporter om ledelsesaflønninger værdi til interessenterne?
4. Analysér givne C-25 virksomheders vederlagsrapport for 2021 og konkludere på deres niveau af gennemsigtighed og værdiskabelse.
5. Analysér et amerikansk-og et britiskselskabs rapportering om ledelsesaflønning og sammenlign med konklusioner fra spg. 4
6. Anbefaling til selskaberne i forhold til hvordan de kan forbedre deres vederlagsrapportering.

2 Afgræsning

Katalysatoren for implementeringen af denne lovændring er EU, som via direktivet har påvirket medlemslandene til at tage stilling til vederlagsrapportering. Under udarbejdelsen af rapporten er flere henvendelser sendt til EU-kommissionen og EESC (Det Europæiske økonomiske og sociale udvalg). Per direktivet er det EU-kommissionen, som har sendt forespørgslen, endvidere har EESC udtalt sig angående emnet. Dermed er det interessant at undersøge deres forståelse af vederlagsrapporteringen, dens værdiskabelse og fremtidige effekt, men det har ikke været muligt at få et interview eller skriftlige kommentar fra EU-kommissionen og EESC, hvormed kun direktivet og EU's generelle kommentar er benyttet i rapporten.

Direktivet fra EU belyser formålet for vederlagsrapporten som gennemsigtighed for interessenter og ansvarspådragelse for bestyrelsesmedlemmer. Dog er der i denne rapport kun fokus på gennemsigtigheden, og hvordan denne skaber værdi for interessenterne. Perspektivet med ansvarspådragelsen har jura som grundelementet, hvormed advokater og deres vurderinger vil blive relevante, dette er ikke formålet med rapporten. Endvidere vil det være relevant om bestyrelsesmedlemmerne er opmærksomme på denne vinkel omkring direktivet, som heller ikke er formålet med rapporten. Ansvarspådragelsen er dermed afgrænset ud af rapporten, det vurderes dog, at dette er relevant og burde undersøges for at få en komplet forståelse omkring vederlagsrapporteringen og dens formål for at belyse EU's fulde formål med denne rapport.

I Danmark har det medført implementeringen af selskabsloven §§ 139-139b. Dermed kan det nævnes at Danmark ikke har den primære indflydelse på ændringerne af lovgivningen. Dog vil der i denne rapport tages udgangspunkt i Erhvervsstyrelsens anbefalinger, som er defineret ud fra direktivet fra EU. Der afgrænses ydermere fra perspektiver fra danske politikker, som har været en del af lovændringerne, da denne rapport ikke har et politisk vinkel inkluderet.

For at analysere en vederlagsrapport, er det nødvendigt at forstå selskabets vederlagspolitikker, da disse danner rammen for udarbejdelsen af rapporten. I denne rapport er en analyse af politikkerne fra de analyserede selskaber dog afgrænset. Gennemsigtigheden af politikernes information i vederlagsrapporterne er afgørende for, om rapporterne giver den nødvendige gennemsigtighed og dermed værdi for interessenterne. Derfor vil det være afspejlet i selve vederlagsrapporten, hvormed det ikke vurderes at være nødvendigt at analysere vederlagspolitikkerne.

Vederlagsrapporter indeholder både aflønninger til ledelsen og bestyrelsen, men i denne rapport analyseres kun vederlagsaflønningen til ledelsen. Det vurderes ikke at være bestyrelsesaflønningen, som skaber værdi og gennemsigtighed for interessenterne, da bestyrelsesmedlemmer normalvis modtager et fast honorar.

Denne rapport indeholder en analyse af forskellige nøgletal, såsom CEO-løn mod gennemsnit antal ansatte. Analyserne tager udgangspunkt i C-25 selskabernes regnskabs- og vederlagsrapportinformationer. For at gøre analysen af nøgletallene mere repræsentative for benchmarking sammenhæng kan man udvide til large cap selskaber i Nordeuropa eller lignende. Grundet det tidsmæssige aspekt er analysen kun foretaget for C-25 selskaberne.

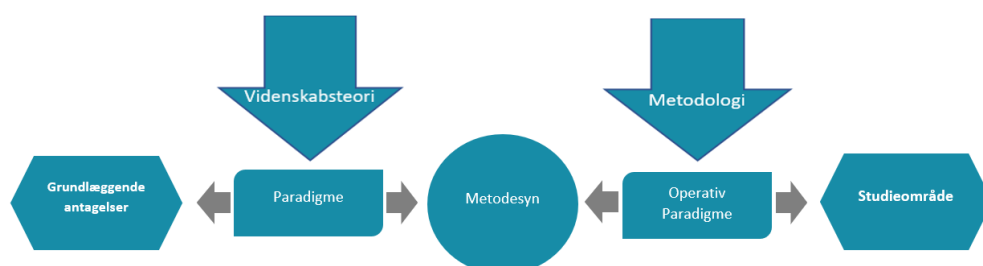
3 Metodeafsnit

I denne afsnit er der fokus på at beskrive metode og dens påvirkning på udfaldet af rapporten. Før valget af metodesyn vil der være en gennemgang af metode, og hvordan den konstrueres, da den valgte metodesyn har indflydelse på undersøgelsesdesignet og de tilgængelige analyseværktøjer til at undersøge et emne. Det gøres baseret på Arbnor og Bjerkes bog ”*Methodology for Creating Business Knowledge*”. Metodesynet er valgt på baggrund af problemformuleringen og formålet med rapporten,

3.1 Videnskabsteori og metode

En problemformulering kan besvares på utal af måder med forskellige analyseværktøjer, hvormed det er nødvendigt at forstå rapportens ståstedet og formålet med analysen. Værktøjernes tilgængelighed er baseret på valg af metodesyn, hvormed det bliver fundamentalt at have en forståelse af begreberne og dens konstruktion.

Et metodesyn bliver skabt på baggrund af flere bagvedliggende mekanismer, som er illustreret i nedenstående figur.



Figur 1 – Metodesyn (Arbnor & Bjerke , 2009)

Via figuren kan det aflæses, at der er to hovedområder, som påvirker skabelsen af et metodesyn, videnskabsteori og metodologi. Videnskabsteori belyser konceptet viden, videnskab, videns konstruktion og grundantagelserne. Metodologi belyser konceptet metode, og hvordan diverse metoder kan anvendes (Arbnor & Bjerke, 2009).

Via figuren kan det aflæses, at videnskabsteori bidrager til skabelsen af et paradigme, hvorimod metodologi bidrager til skabelsen af et operativt paradigme.

Paradigme er forståelsen af hvordan videnskab anskues af mennesker, via kultur og normer. Hvis der er for mange abnorme tilfælde, som ikke er overensstemmelse med forståelsen i

paradigmet, vil der være ændringer til de grundlæggende antagelser, som medfører et nyt paradigme med en ny forståelse bliver formet (Arbnor & Bjerke, 2009).

Et operativt paradigme er forståelsen af, hvordan et studieområde anskues på baggrund af metodologien. Endvidere er det operative paradigme sammensat af delene metodiske procedurer og metodikker. Hvordan diverse teknikker kan anvendes som en metode er metodiske procedurer, hvorimod hvordan adskillelige metoder kan sammensættes, er metodikker (Arbnor & Bjerke, 2009). Dermed kan det fastslås, at et studieområde kan analyseres ved hjælp af adskillelige metoder, som består af teknikker.

Arbnor og Bjerke har i deres bog introduceret til tre metodesyn med forskellige karakteristika, som er skabt på baggrund af forskellige paradigmer og operative paradigmer. De tre metodesyn er analytisk, system og aktør.

Det analytiske syn har kausalitet i fokus, hvor der undersøges, om der er årsag virknings sammenhæng mellem forskellige faktorer. Endvidere er der en antagelse omkring en summativ omverden. En analytisk undersøgelse er objektiv, hvor resultater er pålidelige og kan efterprøves. Forståelse af viden er central, hvor resultaterne ved gentagelse af undersøgelser skal være ens, uanset hvem der foretager undersøgelsen. De fleste undersøgelser har dog fokus på at belyse et studieområde fra nye vinkler ved at tage udgangspunkt i forrige undersøgelser (Arbnor & Bjerke, 2009).

Systemsynet analyserer systemer på baggrund af systemrelationer, strukturelle og processuelle perspektiver. Der er tre lag til et system: Supersystemer (f.eks. lande), systemer (f.eks. selskaber i de lande) og delkomponenter (f.eks. afdelinger i disse selskaber). Det er en objektiv undersøgelse af disse systemer, men med en forståelse af at subjektivitet bliver en del af undersøgelsen i den sidste fase, da undersøgeren skal skabe en model på baggrund af sine resultater (Arbnor & Bjerke, 2009).

I aktørsynet analyseres dialoger og diskurser, hvor fokus er på sociale konstruktioner. Analyser af sprogbrug og kommunikation bliver central, da den sociale konstruktion kan forstås via dette. Det er en subjektiv undersøgelse, da undersøgeren er en del af den sociale konstruktion, som er skabt (Arbnor & Bjerke, 2009).

3.2 Valg af metodesyn

Den nye vederlagsrapport influerer visse supersystemer (lande eller EU), systemer (selskaber) og delkomponenter (afdeling). Derfor er der i rapporten valgt at benytte metodesynet system, da der kan foretages en redegørelse af supersystemernes (EU og Erhvervsstyrelsen) forventning til systemerne (selskaber, som skal følge reglerne), og hvordan systemerne og delkomponenterne håndterer dette.

De to andre metodesyn vurderes ikke til at være relevante baseret på problemformuleringen, som understøttet af nedenstående afsnit.

Aktørsynet er ikke benyttet, da undersøgelsen ikke har fokus på subjektive holdninger, hvor diskurser og dialoger analyseres, endvidere er fokus ikke på sociale konstruktioner. Dette metodesyn analyserer, hvad der bliver udtalt i den givne interview, hvor en specifikt social konstruktion er skabt. Resultaterne kan højst sandsynlig ikke gentages med samme udfald. Endvidere er det ikke sikkert, at de oplysninger, som tilegnes via interviewene, besvarer problemformuleringen, da interviewene er åbne og at der i udvælgelsesfasen ikke tages højde for personens viden omkring vederlag og vederlagsrapportering.

Analytisk metodesyn er fravalgt i rapporten, da formålet er ikke at undersøge årsagsvirknings sammenhænge, hvor forskellige faktorer analyseres. Metoderne i den analytiske syn er hovedsageligt kvantitative, hvormed det kan være problematisk at analysere organisationerne i dybden. Hvis der foretages kvantitative undersøgelser, vil det blive svære at analysere forskellige strukturelle og kulturelle aspekter i organisationerne, sproget benyttet i dem og gældende magtforhold.

Der er nogle problemstillinger, som skal belyses vedrørende metodesynet system. Det er svært at opnå en fuld forståelse af disse supersystemer, systemer og delkomponenter, eftersom alle interaktioner med andre supersystemer, systemer og delkomponenter burde blive analyseret. Dette vil ikke være muligt baseret på rapportens størrelse. Dermed vil der i denne rapport være fokus på de aspekter som vedrører vederlag og vederlagsrapportering. Endvidere er formålet med rapporten ikke at udarbejde en subjektiv model, som er genanvendelig for forståelsen af andre systemer, men hvordan disse påvirkede parter opfatter den nye vederlagsrapport, og om der kan være en forbedring vedrørende emnet baseret på analysen.

3.3 System metodesynet

I dette afsnit er de benyttet metodesynet beskrevet for at give en dybere forståelse af hvad system metodesyn er og hvordan den påvirker rapporten.

Ontologien i dette syn er, at omverdenen består af systemer, som kan nærstuderes ved at undersøge dens interne interaktion mellem delkomponenter eks. Afdelinger og eksterne interaktioner med eks. systemer og supersystemer (Arbnor & Bjerke, 2009).

Epistemologien er, at der kan fortolkes på systemer, hvor der på baggrund af undersøgelser kan skabes en model. Undersøgeren kan tage inspiration fra tidligere modeller eller opfinde egen model (Arbnor & Bjerke, 2009).

Systemerne analyseres holistisk, hvor de ikke deles op. Undersøgeren vil forstå strukturen i systemet, hvor der er lagt vægt på generelle- og kulturelle strukturer. Delkomponenterne og deres interaktion bliver nødvendigt at undersøge for at få en komplet forståelse af systemet og relationerne internt (Arbnor & Bjerke, 2009).

Via figur 1 er det illustreret, at et operativt paradigme og metodologien benyttes til at undersøge et specifikt studieområde. I denne rapport er kritisk realisme blevet valgt som det operative paradigme.

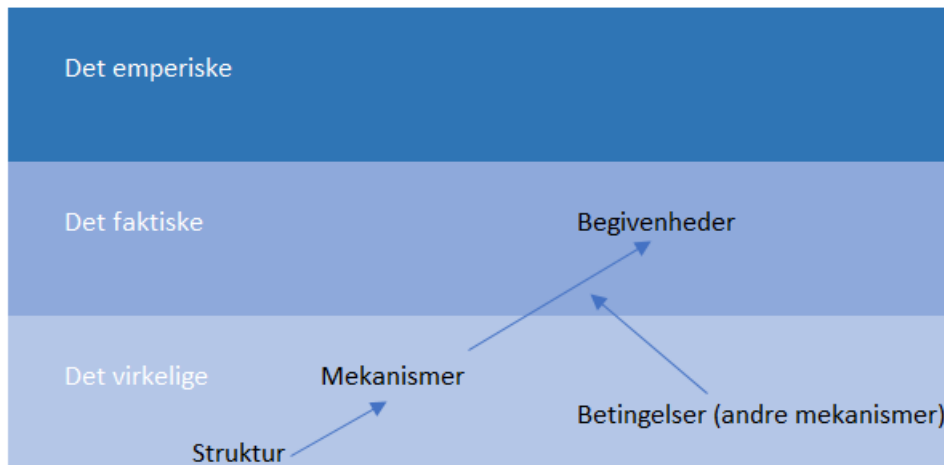
Viden anses som værende objektiv i kritisk realisme og kan opdeles til at være transitiv eller intransitiv. Intransitiv viden er forståelsen vedrørende virkeligheden, hvorimod transitiv viden er virkeligheden. Det er intransitiv viden som er centralt i kritisk realisme, da det kun er denne del af objektiviteten, som kan analyseres og forstås. Dermed er videnskaben en social aktivitet, hvor viden bliver et socialt produkt, der kan genskabes og omdannes (Buch-Hansen & Nielsen, 2005).

Konceptet virkelighed kan opdeles i tre domæner: Det virkelige, det faktiske og det empiriske. Det virkelige domæne er selve virkeligheden, den kan ikke observeres og består af tilbøjeligheder, kausale potentialer, strukturer og mekanismer.

Tilbøjeligheder og kausale potentialer er kapaciteten til at agere på en bestemt måde og modtageligheden vedrørende påvirkninger. Strukturer og mekanismer medfører begivenheder, som kan observeres af mennesker i den faktiske virkelighed (Hansen & Nielsen, 2005).

De to sidste domæner kan observeres af mennesker, hvor det empiriske indeholder observationer, og erfaringer indeholder det faktiske, begivenheder og fænomener (Hansen & Nielsen, 2005).

I figur 2 er domænerne illustreret og hvordan de er forbundet.



Figur 2 - Kritisk realisme (Buch-Hansen & Nielsen , 2005)

Domænet 'det virkelige' er centralt i kritisk realisme da strukturer og mekanismer vil undersøges, da de medfører at begivenheder og fænomener forekommer, som kan observeres af undersøgeren. Det erkendes at domænet 'det virkelige' ikke kan forstås helt, da kun intransitiv viden er tilgængelig (Buch-Hansen & Nielsen, 2005).

Derfor kan der i kritisk realisme ikke forudsiges om fremtiden eller forsikres om, at forståelsen vedrørende 'virkeligheden' er korrekt, da det ikke kan udelukkes, at der er nogle strukturer og mekanismer, som ikke er kendte (Buch-Hansen & Nielsen, 2005).

I rapporten er der en kritisk tilgang til de benyttede teorier, interviews og de forslåede løsninger, da det erkendes, at ikke alle strukturer og mekanismer er belyst i forhold til den nye vederlagspolitik.

3.4 Opbygning

I dette afsnit er opbygningen af rapporten beskrevet derudover hvilke overvejelser, der ligger til grund for denne opbygning. Det er inkluderet for at visualisere rapportens opbygning og hjælpe med at forstå diverse faser, som er inkluderet i rapporten. Via den nedenstående figur 3 kan rapportens struktur aflæses.



Figur 3 - Opbygning af rapport Kilde: Egen tilvirkning

Første del af rapporten indeholder en beskrivelse af direktivet fra EU og anbefalinger fra Erhvervsstyrelsen. Det er fundamentet for at forstå begrebet vederlagsrapport, dens formål og dens struktur, da disse kilder beskriver det ønskede formål og struktur for vederlagsrapporteringen på tværs af selskaber og brancher. Det er her, forståelse for nødvendigheden af vederlagsrapporten fra et lovgivningsmæssigt syn opstår ligeledes spørgsmålet vedrørende en reel nødvendighed for vederlagsrapport.

Den anden fase af rapporten indeholder en beskrivelse af komponenterne i ledelsesaflønning, såsom bonus, pension og aktiebaseret aflønning, og hvordan disse benchmarkes op imod konkurrerende selskaber. Disse komponenter er byggestenene for vederlaget, og hvordan vederlaget er sammensat for ledelsen, hvormed det er essentielt at få en forståelse af disse komponenter, før analysen foretages. Forståelsen af lønkomponenterne og benchmarking er nødvendig i den relation, at uden denne vil interessenter ikke kunne sammenholde information og dermed vurdere et givet lønniveau. Dette må antages at være formålet ved vederlagsrapporten.

Analysen af C-25 selskabernes vederlagsrapporter er i den tredje fase, hvor der er lagt vægt på informationsniveauet omkring præsentationen af oplysningerne i vederlagsrapporterne. Der er lagt vægt på formidlingen omkring forskellige aspekter vedrørende vederlagsrapportering såsom:

- Lønkomponenter
- Aktiebaserede aflønninger, herunder Key Performance Indicators (KPI'er)
- Benchmarking
- Ændringer i vederlagsrapportering/lønmodel eller andre faktorer

Begrundelsen for valget af disse aspekter og uddybelsen vedrørende dem, kan læses i senere afsnit i rapporten.

Efter at have analyseret forholdene for de danske selskaber er der i den fjerde del af rapporten præsenteret en analyse af vederlagsrapporter fra det britiske selskab IMI PLC og det amerikanske selskab Johnson and Johnson. Dette er gjort for at få et internationalt perspektiv på emnet vederlagsrapportering. Forskellene blandt de danske og globale vederlagsrapporter munder ud i del femte, hvor anbefalinger til vederlagsrapportering vil afgives. Denne rapport vil afsluttes med en opsamlende konklusion, hvor væsentlige forhold fremhæves.

3.5 Interview design

For at analysere emnet vederlagsrapporter, er der blevet afholdt interviews med eksperter, selskaber, og investorer. Den fulde oversigt over de afholdte interviews er inkluderet i nedenstående tabel.

	Navn	Stilling	Begrundelse
1	Ken L. Bechmann	Professor - CBS	Ekspert på området og har udgivet akademiske artikler omkring vederlag og benchmarking. Ken L. Bechmann har særligt lavet artikler omkring på aktiebaseret vederlæggelse.
2	Martin Faarborg	Partner - Deloitte	Ekspert på området og udgiver flere analyser vedrørende C-25 vederlagsrapporter og de resterende large cap selskaber i Danmark og resten Skandinavien + Finland.
3	Søren Thor Jensen	Senior Governance Specialist	Har arbejdet med vederlagsrapportering hos Novo Nordisk i 22 år, samt generel fokus på Corporate governance som er paraplyen, som vederlæggelse rapportering hører under.
4	Michal Danielewicz	Stifter og Portfolio Manager – St. Petri Capitals (Hedgefond)	Investerer i selskaber via St. Petri Capitals, og er interviewet for at få en professionel investors perspektiv. Disse professionelle investorer er som regel ikke inkluderet i selve udarbejdelsen af vederlagspolitikker og vederlagsrapporten. Det kan antages, at det er disse som fra det

			definerede formål, der er de primære interessenter til brugen af disse rapporter.
5	Thomas Thune Andersen	Medlem af Komiteen for god selskabsledelse & bestyrelsesformand for Ørsted samt andre bestyrelsesposter	Komiteen har været i tæt dialog med Erhvervsstyrelsen vedrørende opdateringerne til Erhvervsstyrelsens anbefalinger vedrørende vederlagsrapporteringen (Erhvervsstyrelsen, 2019b). Endvidere er Thomas interviewet for at undersøge bestyrelsesmedlemmers perspektiv.
6	Anne Louise Eberhard	Bestyrelsesmedlem for FLSmidth og Bavarian Nordic. Anne er medlem af revisionsudvalget i FLSmidth	Anne Louise er interviewet for at undersøge bestyrelsesmedlemmernes perspektiv. Hun har gennem FLS og Bavarian Nordic (begge selskaber inkluderet i C-25 og dermed vores analyse) indsigt i de samtaler som foregår i bestyrelseslokalerne, når disse skal rapporter skal udarbejdes.
7	Anders Folmer	Senior Portfolio manager i ATP	ATP har beskrevet deres holdninger til vederlagsrapportering i medierne, endvidere er de, som en af de store pensionskasser, aktive investorer i flere danske selskaber (Eisenberg, 2020). Interviewet for at få investorernes perspektiv. Herunder investorer som har en aktiv deltagelse af selskaberne. ATP har som pensionskasse et aktivt forhold til at bruge de investerede midler etisk. De har dermed også en samfundsmæssig holdning til området.
8	Peer Schaumburg-Müller	Ekstern Lektor på CBS og bestyrelsesformand for TDC Pensionskasse	Peer Schaumburg-Müller har været med at afholde kursus omkring vederlagsrapportering, har viden som bestyrelsesformand, hvormed han er interviewet for at få et ekspert- og bestyrelsesmedlems perspektiv.

Tabel 1 - Interview overblik - inklusiv informationer om stilling og begrundelse. Kilde: Egen tilvirkning.

Det kan anses at være diskutabelt, at rapporten er skrevet af tre fuldtidsansatte fra Deloitte, hvormed det kan diskuteres om rapporten og de tilhørende analyser, konklusioner og anbefalinger af denne årsag bliver partiske og ensidige. Formålet har været at undersøge vederlagsrapporterne objektivt, hvor egne holdninger og perspektiver er ekskluderet. Det er vurderingen, at andre undersøgere med samme problemformulering burde kunne opnå samme

resultat. Det vurderes derfor ikke at have påvirket undersøgelsen og resultaterne at alle tre er fuldtidsansatte i Deloitte. Martin Faarborg har endvidere tilknytning til Deloitte, dog er han en kendt ekspert på området omkring vederlagsrapportering, hvormed det ikke vurderes at have en indflydelse på rapporten og dens resultater.

Dog kan det baseret på det valgte operative paradigme, kritisk realisme ikke udelukkes at relationen ikke kan have haft en effekt på forståelsen af vederlagsrapporteringen, da det kun er den intransitive viden og de begivenheder, som har været synlige. For at minimere effekten har der i udvælgelsesfasen af interviews været fokus på, at der er en bred skare af deltagere, som interviewes, hvormed ny intransitiv viden kan belyses.

I forhold til undersøgelsesdesignet, er interviewene afholdt via Microsoft Teams, da det har været bekvemmest for personer, som har deltaget i undersøgelsen. Det kan diskuteres, om det vil have været fordelagtig at afholde interviewene fysisk, da det vurderes at 90 % af alt kommunikation er non-verbal (Kvale & Brinkmann, 2015). Det vurderes dog ikke at have påvirket undersøgelsen, da alle interviewene er afholdt med tændt kamera, hvormed non-verbal kommunikation har været synlig i hvert interview.

De fleste interviews er blevet optaget. Det er gjort for at sikre korrekt citering, da filerne har været tilgængelige og kunne genhøres. Interviewet med Søren Thor Jensen fra Novo Nordisk er en undtagelse, da det ikke var muligt grundet personlige årsager. Det betragtes ikke at have påvirket undersøgelsen, da der under afholdelsen af interviewet blev taget notater, hvormed der retvisende kan citeres fra interviewet.

Reliabilitet relaterer sig til konsistensen og pålideligheden af resultaterne, og om undersøgelsen kan gentages på et senere tidspunkt, endvidere om andre undersøgere kan opnå samme resultater (Buch-Hansen & Nielsen, 2005).

Alle interviews har været struktureret, hvor deltagerne har modtaget spørgsmålene på forhånd. Der har været forskellige spørgsmål baseret på, om det har været til eksperter, investorer eller selskaber. Endvidere har der været nogle uddybende spørgsmål, som ikke var inkluderet i de tilsendte materialer, som kan medføre forskellige svar hvis undersøgelsen gentages. De uddybende spørgsmål har været nødvendige i øjeblikket for at få en korrekt og dybere forståelse af besvarelserne. Yderligere har de uddybende spørgsmål øget den holistiske forståelse af området, eftersom de har været med til at åbne forståelsen af ikke før-analyseret områder.

Derudover er der igennem interviewet stillet spørgsmål, hvor modtagende svar er gentaget for at sikre en korrekt forståelse af besvarelsen. Dermed har deltageren haft mulighed for at bekræfte eller afkræfte, om besvarelsen er korrekt forstået. Ydermere er alle citater efterfølgende bekræftet via skriftligt af de tilhørende personer for yderligere bekræftelse af validiteten af vores forståelse.

Alle disse faktorer medfører at reliabilitet er over middel. Informationerne opnået igennem interviewene burde været ens ved gentagelse af undersøgelsen med forudsætning af, at de samme spørgsmål stilles, og at den generelle viden og forudsætninger for vederlagsrapporter er ændret. For eksempel kan svarene ændre sig, når de nye vederlagsrapporter for 2022 bliver offentliggjort. De uddybende spørgsmål kan medføre varianser grundet naturen af disse spørgsmål.

Validitet er i kvalitative undersøgelser gyldigheden af, at den valgte metode undersøger det, som er formålet med undersøgelsen (Buch-Hansen & Nielsen, 2005). I denne rapport er metoderne kvalitative, hvor der er foretaget interviews med personer angående emnet vederlagsrapportering, hvor der igennem hvert interview har været fokus på at besvarelsesne relaterer sig til vederlagsrapporter. En anden form for validitet er stikprøvevaliditet, som beskriver, hvor repræsentativ den udvalgte undersøgelse er (AU, n.d). Stikprøvevaliditeten anses for at være lav, da der er mange systemer, som er berørt af den nye lov. For at den kunne have høj stikprøvevaliditet skulle flere selskaber, investorer og eksperter interviewes. Dette har ikke været muligt, grundet manglende tilgængelige ressourcer. Det kan vurderes, at validiteten er middel for undersøgelsen, da metoden undersøger formålet med undersøgelsen, dog kunne stikprøvevaliditeten have været højere.

3.5.1 Syv interview faser

Kvale og Brikmann har i deres bog *Interview* beskrevet syv faser, som et interview skal igennem i en kvalitativ analyse. Alle interviews i denne rapport har været igennem seks faser, som er beskrevet i nedenstående figur.

Fase	Overskrift	Forklaring	Denne rapport
1	Tematisering	Valg af tema. Hvordan skal denne tema undersøges, og hvordan skal det præciseres?	Før hvert interview har der været en evaluering af hvem, der skal interviewes, og hvad dette interview kan bidrage til at belyse omkring emnet vederlagsrapportering.
2	Design	Interviewet blev planlagt og designet.	Før hvert interview har der været en gennemgang af alle spørgsmål, som er nødvendige at stille til de forskellige deltagere.
3	Interview	Interviewet bliver gennemført. Dette gøres baseret på overvejelser, som er gjort i relation til interviewteknikken.	Der har under hvert interview været fokus på ikke at påvirke deltagerne i deres besvarelser f.eks. ved at stille ledende spørgsmål.
4	Transskription	Interviewet bliver klargjort til at blive inkluderet i analysen, f.eks. via transskribering.	Transskribering af interviews er ikke blevet foretaget, da det er blevet fravalgt. Der er i stedet for inkluderet et referat i bilagene per interview, hvor de væsentligste punkter er opsummeret.
5	Analyse	De relevante analysemetoder er valgt og interviewet bliver analyseret.	For hvert interview har der været kritisk tilgang til deltagernes udsagn med henblik på deres baggrund og subjektive holdninger, som kan påvirke objektiviteten af undersøgelsen.
6	Verifikation	Resultaterne fra undersøgelsen verificeres i denne fase i forhold til validitet og reliabilitet	Dette punkt er beskrevet under undersøgelsesdesign.
7	Rapportering	Rapporten bliver udformet med overvejelser vedrørende formulering og etikken.	Rapportens resultater er pålidelige, hvor emnet bliver undersøgt i forhold til forskellige perspektiver. Der har været fokus på etikken og formuleringerne af resultaterne under hele udarbejdelsesfasen af rapporten f.eks. ved ikke at overanalysere deres besvarelser.

Tabel 2 - Syv interviewfaser (Kvale & Brinkmann, 2015)

Som det kan aflæses i tabel 2 er interviewene ikke transskriberet, da det ikke er vurderet at være essentielt for resultaterne af denne rapport. I stedet er der for hvert interview i bilagene inkluderet et referat per interview. Det vurderes ikke at have påvirket resultaterne og udfaldet af rapporten.

Endvidere er der i rapporten været fokus på, at der ikke overfortolkes på besvarelsenerne, da det kan mindske validiteten af rapporten. Det vil være uetisk overfor deltagerne, da disse overfortolkninger kan medføre udtalelserne misforstås. For at undgå det er der før udgivelsen af rapporten været tæt dialog med alle deltagerne, hvor alle citater inkluderet i rapporten er blevet godkendt af deltagerne, hermed har de haft mulighed for at verificere deres udtalelser.

Dermed kan det konstateres, at der igennem hele udarbejdelsesprocessen af rapporten har været fokus på, at informationerne i rapporten er opnået, gennemgået og bearbejdet med en akademisk tilgang.

I denne rapport er metodesyn system valgt, da formålet med analysen er at undersøge C-25 selskaber som systemer, endvidere hvordan de skaber værdi for interessenter ved at udarbejde vederlagsrapporter.

De kvalitative interviews er med til at skabe en forståelse vedrørende selskaberne, investorenes og eksperternes perspektiv på vederlagsrapportering, hvor der i udvælgelsesfasen har været fokus på, at det er en bred skare af deltagere som interviewes, som kan belyse flere perspektiver. Endvidere har fokus været på, at hvert interview er i overensstemmelse med Kvale og Brinkmanns teori og er bearbejdet korrekt.

4 Teori

I denne rapport er de nedenstående kilder anvendt for at danne et overblik over emnet vederlagsrapporter, som er med til at danne grundforståelsen for analysen i denne rapport.

1. Lovgivning og vejledninger fra regulatorer.
2. Internationale finansielle- og rapporteringsstandarder

4.1 Lovgivning og vejledning fra regulatorerne

EU har udarbejdet et direktiv i forbindelse med vederlagsrapporteringer for børsnoterede selskaber på et reguleret marked. Der henvises til EU direktivet (EU) 2017/828 af 17. Maj 2017. Formålet beskrevet i dette EU-direktiv er grundlaget for problemstilling i denne rapport. Formålet vil blive præsenteret i efterfølgende afsnit. Direktivet er bindende for hvert medlemslande inklusiv Danmark, hvormed den har en effekt på C-25 danske selskaber.

Direktivet er ikke en vejledning til, hvordan selskaberne skal fremstille disse vederlagsrapporter. Vejledningerne udarbejdes af hvert medlemsland, hvor den i Danmark er udarbejdet af Erhvervsstyrelsen. Her henvises til ”Vejledning om selskabslovens krav til

børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport version 3.0” (Erhvervsstyrelsen, 2021a).

Det er vederlagspolitikkerne, som danner rammen for den enkelte virksomheds vederlag til ledelsen og dermed indholdet i vederlagsrapporterne.

4.2 Internationale finansielle- og rapporteringsstandarder

Danske børsnoteret selskaber skal aflægge årsrapporter efter IFRS-standarder (Erhvervsstyrelsen, 2022a), derfor er visse af IFRS-standarder præsenteret i denne rapport, da de har en indflydelse på hvordan vederlaget bliver præsenteret i rapporterne.

Det skal benævnes, at der kan være forskelle mellem, hvordan vederlaget præsenteres i årsrapporterne og vederlagsrapporterne i forhold til præsentation af vederlaget til ledelsen. Årsrapporterne præsenterer de regnskabsmæssige omkostninger, som i forhold til vederlag til ansatte, som defineret i ”IAS 19 employee benefits” (IFRS, 2011) og ”IFRS 2 share-based compensation” (IFRS, 2004). Der kan være varianter mellem den information, som præsenteres i årsrapporter og den i vederlagsrapporten. I vederlagsrapporten skal den faktiske udbetalte løn, som tilflyder ledelsen præsenteres, hvilket er forskellen til årsregnskabet og dennes note oplysninger.

IFRS-standarderne beskrives, da standarderne må anses for at være teorien, som de danske børsnoteret selskaber anvender i forbindelse med vederlag.

5 Lovgivning om vederlagsrapportering

Europa-Parlamentet og EU-rådet offentliggjorde i 2007 direktivet 2007/36/EF, hvilket vedrører behov for øgede krav i forhold til aktionærrettigheder for aktier optaget på et reguleret marked i et EU-medlemsland. Direktivets formål er give mere gennemsigtighed til aktionæren for at bedre at kunne tage beslutninger.

EU-kommissionen præsenterede den 12. december 2012 en offentliggørelse, som blev navngivet ”Handlingsplan: Selskabsret og Corporate governance i EU – en tidsvarende lovramme for mere engagerede aktionærer og bæredygtige virksomheder” (EU, 2017). Offentliggørelsen kom i forlængelse af finanskrisen, hvor EU havde identificeret virksomheders ”*overdrevne kortsigtede risikotagning*” (EU, 2017). Yderligere beskriver kommissionen, at den forhenværende overvågning med virksomhederne var utilstrækkelig af aktionærerne og havde fokus på gevinster på kortsigt. Kommissionen vurderede, at disse

faktorer medførte utilstrækkelig selskabsledelse og langsigtede resultater.

”Handlingsplanen” var EU’s primære notat efter finanskrisen vedrørende grundlag for generel god virksomhedsskik og selskabsledelse. Disse faktorer er fundamentet i EU’s obligatoriske offentliggørelse af vederlagsrapporter.

EU-parlamentet i samarbejde med EU-rådet udarbejdede et direktiv i forlængelse af EU kommissionens ”Handlingsplan”. Der henviser til EU direktivet (EU 2017/828 af 17. maj 2017, som beskrevet i ovenstående afsnit. I dette direktiv beskriver EU nødvendigheden for gennemsigtigheden af aflønning til ledelsesmedlemmer (direktionen og bestyrelsen). Det er grundet ledelsesmedlemmernes effekt på de langsigtede resultater og den generelle ledelse af selskaber.

”Aflønning er et af de vigtigste midler, som selskaberne har til at afstemme deres og ledelsesmedlemmernes interesser efter hinanden, og i betragtning af den afgørende rolle, som ledelsesmedlemmer i selskaber spiller, er det derfor vigtigt, at selskabernes aflønningspolitik udarbejdes på en passende måde af kompetente organer i selskabet, og at aktionærerne har mulighed for at give udtryk for deres mening for så vidt angår selskabets aflønningspolitik.” (EU, 2017).

Direktivets punkter 28 til 40 beskriver overordnet, hvordan EU anser ledelsesaflønning og en given vederlagsrapport. Direktivet frembringer dog ikke en praktisk vejledning til fulde elementer, som vederlagsrapporten skal indeholde. Denne vejledning er op til de enkelte medlemslande at udarbejde i forhold til deres fortolkning af direktivet.

5.1 Formål med loven

Der henvises til EU direktivet (EU) 2017/828 af 17. Maj 2017. Formålet beskrevet i dette EU-direktiv er grundlaget for problemstilling i rapporten og heri beskriver EU formålet som:

”Offentliggørelsen af de enkelte ledelsesmedlemmers aflønning og af aflønningsrapporten har til hensigt at give øget virksomhedsgennemsigtighed, øget ansvarliggørelse af ledelsesmedlemmerne såvel som forbedring af aktionærers indsigt i ledelsesmedlemmernes aflønning....” (EU, 2017)

Som beskrevet før er direktivet bindende for Danmark og de andre medlemslande. Direktivet er ikke en vejledning til, hvordan selskaberne skal fremstille vederlagsrapporterne, denne bliver udarbejdet af hvert medlemsland.

Vejledning i Danmark er udarbejdet af Erhvervsstyrelsen. Her henvises til ”vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport version

3.0” (Erhvervsstyrelsen, 2021a).

Erhvervsstyrelsen beskriver formålet med vejledning som følgende:

”Formålet med denne vejledning er at være til inspiration og nytte, når børsnoterede selskaber skal udarbejde og offentliggøre en vederlagspolitik for aflønning af ledelsesmedlemmer i overensstemmelse med selskabslovens §§ 139 og 139 a samt udarbejde og offentliggøre en vederlagsrapport i overensstemmelse med selskabslovens § 139 b. Vejledningen er udarbejdet i dialog med Komitéen for god Selskabsledelse og øvrige interessenter.” (Erhvervsstyrelsen, 2021a)

Vejledningen beskriver, at vederlagsrapporterne bliver udarbejdet i forhold til de givne vederlagspolitikker, som generalforsamlingen har godkendt.

”Børsnoterede selskaber skal udarbejde og offentliggøre en vederlagspolitik, som fastsætter rammen for fast og variabel aflønning af ledelsesmedlemmerne, samt aflægge og offentliggøre en vederlagsrapport i overensstemmelse med den vedtagne vederlagspolitik.” (Erhvervsstyrelsen, 2021a)

Det er disse vederlagspolitikker, som danner rammen for den enkeltes virksomheds vederlag til ledelsen og dermed indholdet i vederlagsrapporterne.

Det kan derfor konkluderes, at EU’s primære formål med vederlagsrapporten er gennemsigtighed og øget ansvar til ledelsesmedlemmer.

5.2 Sammenholdelse af EU-direktiv mod Erhvervsstyrelsens vejledning 3.0.

I denne afsnit er EU direktivet sammenholdt med dansk lovgivning og Erhvervsstyrelsens vejledning for at give en forståelse for, hvor direktivets punkter er præsenteret i de to kilder. Direktivet 2017/828 er, som beskrevet ovenfor, ikke en vejledning, men paradigmet som vejledning af Erhvervsstyrelsen skal forsøge at imødegå. Direktivet punkter vedr. vederlagsrapport findes i pkt 28 – 40. Nedenstående punkter beskriver de elementer som skal inkluderes i vejledning, hvorfor alle punkter ikke er beskrevet.

- Pkt 29 + 31: Aktionærerne skal have *”reel indflydelse på aflønningspolitikken”* ved en bindende eller vejledende afstemning af selskabets vederlagspolitik. Yderligere skal aktionærende kunne godkende vederlagsrapporten. I tilfælde af at denne ikke bliver godkendt, skal selskabet beskrive i efterfølgende rapport, hvordan disse forhold er reguleret.

Dette imødegår vejledning og dansk lov ved at sikre, at noteret selskaber skal have

deres vederlagspolitik godkendt for det efterfølgende år ved årets ordinære generalforsamling, jf. Lov nr. 369 af 9 april 2019. Det er inkluderet i selskabslovens §§ 139, 139a og 139b.

- Pkt 30: EU beskriver at vederlagspolitikken bør kunne fraviges givet særlige situationer opstår. Dette er defineret som situationer som sikrer selskabet ”*Langsigtede interesser og bæredygtighed*”. Selskaber skal skrive specifikt i deres Vederlagspolitikker, hvordan en situation anses. Erhvervsstyrelsens vejledning har beskrevet dette element fra direktivet, ligeledes er det inkluderet i selskabsloven, jf. § 139 a, stk. 5.
- Pkt. 32: Vederlagsrapporten skal offentliggøres på virksomhedens officielle internet side. Det er blevet et lovkrav i selskabsloven jf. § 139b, stk. 6.

5.3 Vejledningsindhold

Vejledning har beskrevet indholdet i vederlagsrapporten under 3 overskrifter, (i) Oplysninger om aflønning, (ii) Sammenligningsoplysninger og (iii) Øvrige oplysninger. Ovenstående punkt I til III er elementer, som jf. Selskabsloven § 139 skal være inkluderet i ledelsesrapporten.

- I. Oplysninger om aflønning skal indeholde oplysninger om alle former for lønninger til ledelsesmedlemmer igennem året, også dem som er stoppet. Det er både goder, variable – og faste lønninger.
 - a. Det skal oplyses i forhold til kategorier, så aflønningen bliver dekomponeret på det rette niveau for at skabe gennemsigtighed, dvs. faste gage, bonus (kort og langsigtet), pension osv. Den forholdsmæssige lønningsværdi af hver kategori skal ligeledes fremkomme.
 - b. Komponenter skal beskrives, hvordan de imødegår den langsigtede strategi med måltal og den godkendte vederlagspolitik. Ovenstående er defineret ved lov, jf. Selskabslovens § 139 b, stk. 3, nr. G1.
 - c. Aktiebaseret vederlæggelse skal beskrives i forhold til Erhvervsstyrelsens anbefalinger om at oplyse værdien af hvert instrument, hvilket er modsætningen til den allerede eksisterende præsentation i det finansielle regnskab. Værdien af hvert instrument skal værdiansættes, og den reelle årlige vederlag skal præsenteres i modsætningen til regnskabet, hvor det er omkostningen periodiseret over optjeningsperioden.

- II. Rapporten skal specifikt præsentere ændringer, hvis der har været ændringer til aflønningen mellem årene, for at sikre sammenligningsgrundlaget. Dette skal gøres for hvert ledelsesmedlems aflønningskategori.
- a. Aflønningen per ledelsesmedlem skal benchmarkes med den gennemsnitlige løn per FTE og selskaber resultater i regnskabsåret for enten det børsnoteret selskab eller hele koncernen.
 - i. Resultater kan være finansielle såsom EBITDA, men også ikke-finansielle såsom medarbejder tilfredshed osv.
 - b. Sammenligningstal skal præsenteres for minimum 5 år dog kun for de år, hvor selskabet har udarbejdet vederlagsrapporten. Det vil sige hvis vederlagsrapporten først blev offentliggjort i 2020, så skal sammenligningstallene være for 2021 og 2020.
- III. Erhvervsstyrelsen har beskrevet under øvrige oplysninger følgende punkter (a) Aflønning inden for samme koncern, (b) aktiebaseret aflønning (c) databeskyttelsesloven.
- a. Al løn, som et ledelsesmedlem har til gode eller modtaget fra selskaber inden for koncernen, som er børsnoteret, skal vises i rapporten, jf. SL § 139 b, stk. 3, nr. 3. Dog er der ikke et oplysningskrav for medarbejderrepræsentanter i bestyrelser at vise vederlag for deres daglige virke i selskabet.
 - b. Antal af aktier eller optioner tildelt skal præsenteres for hvert ledelsesmedlem og for hvert program jf. SL § 139 b, stk. 3, nr. 4. Yderligere vejleder Erhvervsstyrelsen til at vise samlet antal aktier hvert ledelsesmedlem ejer, dog er dette ikke et krav.
 - c. Erhvervsstyrelsen beskriver, at aflønning for personer er underlagt databeskyttelsesreglerne. Dette fraviger dog efter offentliggørelsen af andet aktionærrettighedsdirektivet (beskrevet ovenfor), som har gjort det til en retslig forpligtelse at oplyse om dette i vederlagsrapporten for ledelsesmedlemmer. Disse oplysninger skal fremgå i minimum 10 år, hvorefter selskaberne må fjerne dem. (Erhvervsstyrelsen, 2021a)

Erhvervsstyrelsen beskriver flere steder ”kan” eller ”bør” i relation til indhold, som de anbefaler at selskaber inkludere i rapporten, hvorfor alle elementer i vejledning punkt ”7. Vederlagsrapport: Indhold” ikke er obligatorisk. I den nedenstående tabel er både krav og anbefalinger fra Erhvervsstyrelsen beskrevet, for at få en bedre overblik over disse.

Oplysningerne er beskrevet i en kronologisk rækkefølge i forhold til, hvordan det er præsenteret i vedledningen.

Krav	Anbefalinger
Alle lønninger til ledelsesmedlemmer skal inkluderes	Erhvervsstyrelsen har ikke en template eller formkrav for dette, men anbefaler at inkludere tabeller og figurer plus tekst.
Ovenstående skal beskrives per ledelsesmedlem og ligeledes præsentere navn og titel.	Fratrædelses eller tiltrædelser anbefaler Erhvervsstyrelsen at beskrive, hvornår dette er sket. Yderligere de funktioner personer har i selskabet.
Der er ingen formkrav	Der er dog følgende anbefalinger til strukturen. • Starte rapporten med en indledning. • Inkludere tabeller og figurer for overskuelighed og gennemsigtighed.
Ledelsesmedlemmer skal præsenteres, hvis de har fået vederlag i regnskabsåret eller har vederlag til gode.	
Vederlag skal beskrives på underkategorier, såsom gager, pension, bonus, aktiebaseret vederlæggelse og goder. Det skal præsenteres særskilt for hvert ledelsesmedlem.	
Selskaberne skal angive den forholdsmæssige værdi af variable mod faste vederlag for hvert ledelsesmedlem.	
Særlige vederlag skal præsenteres eksplicit i rapporten. Eksempler på disse skal være nedskrevet i politikken. Exit bonus eller tiltrædelsesbonusser kan være eksempler på disse.	Det anbefales, at disse præsenteres som en selvstændig underkategori.
Ved aktiebaseret vederlæggelse skal en værdiansættelse fremkomme baseret på vederlagspolitikken. Aktievederlæggelsen skal oplyses per individ som i alle andre henseende i vederlagsrapporten. Erhvervsstyrelsen beskriver følgende ” <i>Det bemærkes, at vederlaget for regnskabsåret i vederlagsrapporten er en økonomisk størrelse, og at vederlaget generelt er forskelligt fra den regnskabsmæssige omkostning for selskabet, som er opgjort og periodiseret efter IFRS 2 over optjeningsperioden i årsrapporten.</i> ”	5.1 Det er ikke specificeret i selskabsloven, hvorledes det skal gøres på tildeling eller optjening. Dette er op til selskaberne selv. (II) Styrelsen anbefaler at oplyse opgørelsen baseret på dagsværdien i forhold til IFRS 2 for den samlede modtagne tildeling i det rapporteret regnskabsår. (III) I tilfælde af optjente eller udnyttede aktiebaseret programmer bør dette oplyses særskilt. Og her henviser vejledning til et tænkt eksempel i bilag 17, hvor tidligere aktieprogrammer fremkommer.
I rapporten skal det skrives en kommentar vedr. hvordan aflønning er sammenlignelig med vedtagne politikker og	

selskabet strategi og beskrivelse af resultatkriterierne (KPI'er).	
Selskabsloven beskriver at der skal gives oplysninger om KPI'er for hvert ledelsesmedlem og anvendelsen i forhold til politikken. Erhvervsstyrelsen informerer at der skal beskrives mere detaljeret om de faktisk anvendte KPI'er.	Det er ikke et krav at beskrive de ”eksakte mål (måltal) for resultatkriterierne”, men anbefales at på baggrund af de faktiske resultater beskriver med ”Under”, ”ligmed” eller ”over” for hvert KPI. ” Det er ikke hensigten, at der skal gives oplysninger om de faktiske resultatkriterier (KPIer) eller deres anvendelse på et så detaljeret niveau, hvis det vil skade selskabets forretningsposition at offentliggøre oplysningerne. Det er heller ikke hensigten, at selskaber er nødt til at undlade at anvende relevante og værdiskabende resultatkriterier (KPIer).” (Erhvervsstyrelsen, 2021b).
5.2 Det skal vises en ændring af vederlag pr. individ mod selskabets resultater og gennemsnitlig løn er FTE. (II) Rapporten skal have en beskrivelse af ændringer til vederlag mellem årene (III) Sammenligninstal skal oplyses for 5 år eller minimum i den periode selskabet har offentliggjort rapporten.	

Tabel 3 - Krav og anbefalinger fra Erhvervsstyrelsen (Erhvervsstyrelsen, 2021c).

I ovenstående tabel er der præsenteret nogle forkortelser. FTE står for Full-time equivalent, som er en målemetode for at udregne fuldtidsarbejdstimer arbejdet af alle medarbejder, uagtet om medarbejderne er ansat fuldtid (Danao & Bottorff, 2022). Hvorimod KPI er key performance indicators, som er både finansielle og ikke-finansielle målsætninger, som målbargør ens fremskridt henimod bestemte mål (PWC, u.d.).

Erhvervsstyrelsens vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagsrapport blev første gang offentliggjort i november 2019. Vejledningen er sidenhen opdateret to gange til den nuværende version 3.0 per november 2021. Formålet med opdateringerne skyldes både forbedringer til vejlednings indhold for at skabe mere gennemsigtighed til interessenterne. Sekundært skyldes opdateringer også præciseringer for

at gøre vejledning mere forståelig.

Erhvervsstyrelsen har offentliggjort et bilag til hvert opdateringen med deres syn på de væsentligste opdateringer. Disse opdateringer er beskrevet nedenfor.

5.3.1 Version 1.0 til 2.0

- Selskabsloven beskriver revisors rolle for vederlagsrapporten. Revisor skal påvise, at oplysninger i SL § 139 b, stk. 3 er præsenteret i vederlagsrapporten. Yderligere kan en revisorpåtegning inkluderes.
- Erhvervsstyrelsen anbefaler at oplyse dagsværdien af de tildelte aktiebaseret vederlag i regnskabsperioden efter principperne i IFRS 2.
- Vederlaget fra aktiebaseret vederlag, som tilflyder personen i regnskabsåret, skal præsenteres som den økonomiske værdi og ikke de periodiseret omkostninger, som vises i regnskabet efter IFRS 2.
- Selskaber skal ikke længere beskrive årsagerne for at benytte muligheden for at kræve tilbagebetaling af eventuelle variable vederlag. Yderligere beskriver Erhvervsstyrelsen, at et selskab ”kan” beskrive, hvorfor vederlaget er tilbagekrævet, hvis selskabet vurderer den oplysning relevant.
- Erhvervsstyrelsen har slettet formulering, at udskudt variabel løn afhænger af den regnskabsmæssige værdi af vederlaget.
- Erhvervsstyrelsen udbyder at sammenligningstal som minimum skal vises for fem år, men at man kan nøjes med at blot at vise et år tilbage.
Yderligere skal disse oplysninger præsenteres ens, så der nemt kan sammenlignes på tværs af årene.
- Et ledelsesmedlems løn sammenlignes på årsbasis, selvom denne tiltræder eller fratræder i året, så dette kan sammenlignes.
- Antallet af aktier skal præsenteres for hvert ledelsesmedlem. Dette skal ligeledes gøres for tildelte og tilbudte aktieoptioner. Betingelserne for udnyttelseskursen for disse optioner skal beskrives.

5.3.2 Version 2.0 til 3.0

- Erhvervsstyrelsen udbyder at oplysningerne omkring, hvordan selskabet anvender KPI'er. Erhvervsstyrelsen beskriver følgende ” *eksempelvis kan gives ved en henvisning til, at den variable aflønning er fastsat på baggrund af, at de faktiske resultater, der danner grundlag for aflønningen, er 'under', 'lig med' eller 'over'*

hvert enkelt fastsat mål uden dog at oplyse, hvad resultatmålet har været.”

(Erhvervsstyrelsen, 2021c).

- Erhvervsstyrelsen har slettet følgende sætning ” *selskaber, der er blevet børsnoteret inden for en periode på fem år forinden tidspunktet for aflæggelsen af vederlagsrapporten, alene være pligt til at medtage oplysninger for de år, hvor selskabet har haft aktier optaget til handel på et reguleret marked, og kravet om udarbejdelse af vederlagsrapport derfor har været gældende for det pågældende selskab.* ”
- Erhvervsstyrelsen uddyber, at det kun er det børsnoteret selskab, som er i scope for vederlagsrapporten, men at det med fordel kan være relevant at anvende koncernen, f. eks hvis det børsnoteret selskab er et holding selskab.
(Erhvervsstyrelsen, 2021a)

Dermed kan det konkluderes at formålet med ledelsesrapporten er afledt af EU's kommissionens ønske om øget ledelsesansvar og god selskabsledelse for selskaber på et reguleret marked i EU. Denne agenda blev afledt af finanskrisen og blev formaliseret med EU's aktionærdirektiv fra 2017, som satte god selskabsskik og ledelse i struktur. Ledelsesaf lønning er blandt et punkt i dette direktiv. EU vurderer, at ledelsesaf lønning er et væsentligt element i denne agenda. EU beskriver, at ved at selskaber bliver forlangt at aflægge en vederlagsrapport for ledelsen vil dette øge gennemsigtigheden og automatisk øge ansvarsbevidstheden hos bestyrelsen. Yderligere vil det give generalforsamlingen en større mulighed for at påvirke løn og strategi. EU sætter ligeledes i struktur at ledelsen, og de ansvarlige for udarbejdelsen af vederlagspolitikker bliver relevant i forhold til den strategi, som det givne selskab har defineret. Formålet med vederlagsrapporten her vil så være at sikre, at den strategi bliver formidlet transparent, så interessenterne kan se sammenhængen mellem vederlag og strategi.

6 Ledelsesaf lønning

Aflønning til ledelsen er vigtigt for at sikre motivering blandt medarbejdere, og at selskaberne har den rigtige ledelse (Bechmann K. L., 2018), men det er store beløb, som udbetales, og da ledelsen kun består af enkelte medlemmer, er sammenligneligheden svær. Det er oftest kun én person, som besidder den bestemte titel. Derudover består aflønning til ledelsen gerne af komplekse lønpakker, hvor der indeholdes incitamentsprogrammer, hvor der kan være væsentlige skøn.

Dette afsnit er omhandlende ledelsesaflønning, og afsnittet vil belyse, hvad ledelsesaflønning er, herunder hvordan denne skal indregnes, måles og præsenteres. Yderligere de udfordringer der kan forekomme ved dette. Derudover vil afsnittet omhandle, hvordan benchmark af ledelsessløn kan foretages, og hvorfor dette er relevant.

Formålet med afsnittet er ikke at give en fuldstændig gennemgang af regnskabsstanderne, og hvordan disse skal anvendes, men oplyse om særlige fokusområder i sammenhæng med vederlagsrapporten.

6.1 Indregning og måling

IFRS er de internationale regnskabsstandards, som anvendes i Danmark af alle børsnoterede selskaber.

Hvis selskaberne anvender de samme standarder, er det med til at øge sammenligneligheden, da regnskabsbrugeren ikke skal tage højde for forskelle mellem forskellige standarder.

Dog kan der være forskelle mellem det indregnede beløb i regnskabet og de oplysninger, som skal gives i vederlagsrapporten, som beskrevet før. Vederlagsrapporten viser de faktiske vederlag mellem årene og ikke de periodiserede omkostninger, som bliver præsenteret i regnskabet.

Vederlag består som tidligere nævnt af flere elementer (lønkomponenter), som kan være:

- Løn og gager
- Sociale ydelser
- Pension
- Bonus

Den samlede ydelse, som lederen modtager, kan også omfatte arbejdsgiverbetalte goder som fri telefon og fri bil. Disse vil ikke blive behandlet i dette afsnit, da de ikke er en del af det vederlag, som bliver betalt gennem lønchecken.

6.2 Personaleydelser

Personaleydelser er reguleret efter IAS 19, Personaleydelser. Denne standard omfatter arbejdsgiverens regnskabsmæssige behandling af personaleydelser. Disse opdeles i fire kategorier

1. *Kortfristede ydelser*

løn, gager, sociale ydelser, feriepenge, bonus, og arbejdsgiverbetalte goder og andet som forfalder inden for et år efter regnskabsperiodens slutning.

Disse ydelser indregnes, når lederen har udført sine arbejdsydelser.

2. *Pension og andre ydelser, som forfalder efter fratrædelse, livs- og/eller sygeforsikring*

For bidragsbaserede pensionsordninger indregnes dette, når lederen har udført sine arbejdsydelser, og for ydelsesbaserede pensionsordninger måles som ordningens forpligtelse til nutidsværdi ved brug af metoden projected unit credit. Ordningens aktiver måles til dagsværdi og modregnes i ordningens forpligtelse. Omkostningerne for indeværende regnskabsperiode indregnes i resultatet som en omkostning. Gevinster/tab indregnes i resultatet på det tidspunkt, det finder sted. Aktuarmæssige gevinster indregnes i øvrig totalindkomst. IAS 19 indeholder omfattende notekrav for ydelsesbaserede pensionsordninger.

3. *Fratrædelsesgodtgørelser*

Indregnes i regnskabs når den tidligste af to finder sted, hvor der gælder at virksomheden ikke længere kan trække tilbuddet om fratrædelsesgodtgørelse tilbage eller tidspunktet for indregning af tilknyttede hensatte forpligtelser til omstrukturering.

4. *Øvrige langfristede ydelser, orlov, barsel, jubilæum, bonus og andre arbejdsgiverbetalte*

Ydelser som forfalder senere end et år efter regnskabsperiodens slutning.

Forpligtelsen måles til nutidsværdi fratrukket dagsværdien af eventuelle aktiver.

Aktuarmæssige tab/gevinster indregnes i resultatet, når disse opstår.

Udover notekravene for ydelsesbaserede pensionsordninger i IAS 19, henvises til IAS 1 – Præsentation af regnskaber, hvor der kræves oplysninger om personaleomkostninger i regnskabet, derudover kræves der af IAS 24, at oplysninger om nærtstående parter oplysninger om personaleydelser til nøglepersoner i ledelsen. IAS 37 om eventualforpligtelser kan være relevant, da der kan være oplysninger, som omfattes denne. I de internationale regnskabsstandarder er der få krav til oplysninger om personaleydelser, hvorfor der før vederlagsrapportering, kun var nogle oplysninger at finde om personaleydelser (Deloitte, 2022a).

Forskel mellem tal indregnet i regnskabet og angivet i vederlagsrapporten kan f.eks. skyldes pension. I regnskabet skal omkostninger og forpligtelser indregnes, hvor i vederlagsrapporten er det pensionsbidraget, som vil være oplyst. For bonus skal der dog i vederlagspolitikken beskrives rammerne for denne, hvilket kan være et spænd eller andel af den samlede lønpakke.

Det kan med fordel sættes i system eller gøres krav, at der laves et afsnit, som kan sammenlignes med de regnskabsprincipper, som et regnskab er opstillet på baggrund af. Ydermere kan man gøre opgørelserne mere klart defineret for dermed at skabe sammenlignelighed.

6.3 Aktiebaseret vederlæggelse

Aktiebaseret vederlag er reguleret af IFRS 2, her informeres der omkring indregning af aktier, optioner og warrants. Vederlag opdeles i tre kategorier:

- Egenkapitalordninger

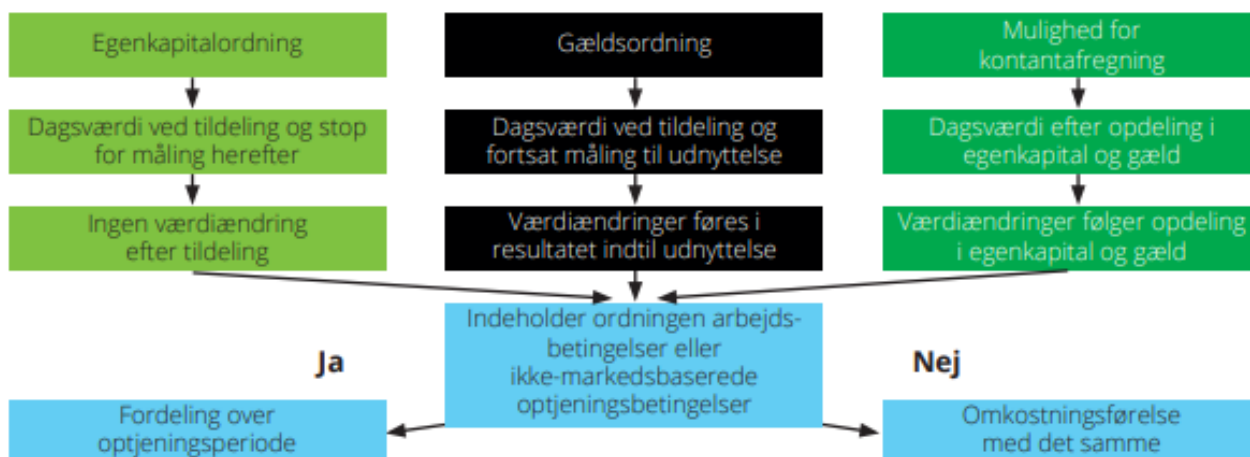
Vederlag gives/betales udelukkende i egenkapitalinstrumenter – aktier, aktieoptioner

- Gældsordninger

Vederlag betales udelukkende i kontantafregning, denne afregning er dog baseret på kursen af selskabets aktie eller anden egenkapitalinstrument

- Mulighed for kontantafregning

Vederlagets afregningstype er et valg, hvor den som modtager vederlaget kan vælge mellem egenkapitalinstrumenter eller kontantafregning



Figur 4 - Klassifikation af aktiebaseret vederlæggelse (Deloitte, 2022a)

Uanset vederlæggelsestype, skal der sondres mellem om ordningen indeholder arbejdsbetingelser eller ikke-markedsbaserede optjeningsbetingelser. Ordninger der indeholder betingelser skal fordeles over optjeningsperioden, og hvis ikke skal ordningen omkostningsføres med det samme.

Dagsværdi er det mest relevante målegrundlag for disse ordninger, herved indgår et skøn om værdiansættelsen af ordningen. Her værdiansættes for kursen for option/aktien, hvorefter vurdering af antal optioner/aktier skal vurderes. Vurderingerne vil være baseret på KPI'er, som er de mål, som skal opnås for at opnå optionen. Målene kan både være markedsbaserede og ikke-markedsbaserede. Derved indgår der flere komponenter i beregningen. IFRS 2 anbefaler modeller til værdiansættelsen, og der er information om, hvordan værdien bør af et program fastlægges.

I en rapport udgivet i Finans/Invest i december 2020 argumenteres der for selskabers værdiansættelsesmetoder, og der angives således:

”Ovenstående viser, at det ikke kun er modellerne, der varierer ved selskabernes værdiansættelse af betingede aktier o.lign., men også selve måden, de anvendes på. Dermed er der heller ikke den samme konsensus omkring værdiansættelsen af de betingede aktier o.lign., som vi ser med optionsprogrammerne. Som tidligere beskrevet skyldes dette den mindre grad af diversitet i optionsprogrammerne men også det fokus, der har været på optionsprogrammerne gennem tiden. Dette fokus udmøntede sig blandt andet i udgivelsen af IFRS 2, som satte standarder for, hvordan værdien af disse programmer skal behandles.”

(Bechmann, Jarmer, & Andersson, 2020)

Der argumenteres yderligere for, at det er anvendelsen af ikke-markedsbaserede optjeningskriterier, som giver anledning til udfordring med værdiansættelsen. I rapporten udarbejdet i Finans, gives der tre konkrete anbefalinger til, hvordan der kan skabes større transparens omkring betingede aktier:

- Ønskeligt at konvergere mod mere ensartede langsigtede aktieprogrammer
- Selskaberne bør i højere grad redegøre for principperne for værdiansættelsen
- Udarbejdelse af konkret vejledning om hvorledes dagsværdien for aktieprogrammer bør fastlægges (Bechmann, Jarmer, & Andersson, 2020)

For vederlag og analyse af denne, skal en bruger af vederlagsrapporten derfor være opmærksom på de skøn som måtte indgå, herunder aktiebaseret vederlæggelse og pension. Fokus bør være på, om der forefindes beskrivelser, der redegør for principperne for værdiansættelsen.

6.4 Benchmarking

Jf. Den Danske Ordbog er betydningen af benchmarking:

”systematisk undersøgelse og vurdering af en eller flere virksomheders produktionsmetoder, effektivitet m.m. ved sammenligning med en standard.” (Det Danske Sprog- og Litteraturselskab, u.d.a)

Benchmarking er derfor en systematisk undersøgelse ved sammenligning. Dette er derfor muligheden for give at regnskabsbrugere den nødvendige forståelse til at foretage undersøgelse af informationerne i vederlagsrapporten ved brug af sammenligning.

Formålet med sammenligning er at få brugeren til at få et indblik i et givet niveau i et givent selskab, hvilket giver brugeren mulighed for større forståelse af information i vederlagsrapporten. For at gøre brug af benchmarkinganalyse er der nogle overvejelser som skal foretages:

- Hvad er formål med analysen?
- Hvem indgår i analysen?
- Hvordan er informationsniveauet/transparens?

I vejledningen fra Erhvervsstyrelsen beskrives det, at selskaber kan vælge at forklare lønniveauet og udviklingen for ledelsesmedlemmer ved brug af sammenligning med andre selskaber. Vejledning beskriver at disse selskaber bør være sammenlignelige, dvs. eventuelt samme industri, virksomhedsstørrelse geografisk placering osv. Oplysninger om benchmarking kan være en fordel for selskabet, da denne information kan være med til at tiltrække, men også fastholde talenter (Erhvervsstyrelsen, 2021a). Derved anbefales det af Erhvervsstyrelsen, at selskabet selv foretager en benchmarkinganalyse, som angives i vederlagsrapporten. Benchmarkinganalysen er dog kun en anbefaling og ikke et lovkrav.

Benchmarking kan være et analyseredskab, som kan bruges til at forstå niveauet af lønnen for direktionen.

6.4.1 Benchmarkinganalyse – bestemmelse af formål

Der kan foretages sammenligning på tværs af alle selskaber, men det må overvejes, hvad formålet med analysen er for at bestemme ”hvem”, som skal indgå i analysen.

Vederlagsrapporten kan bruges til flere formål, og derfor er formålet afgørende, da dette vil have betydning for den videre proces af benchmarkinganalysen.

Som beskrevet i Erhvervsstyrelsens vejledning fremgår det, at et formål er niveauet af løn, hvad er lønnen som en given person modtager. Niveauet af løn sammenlignet med andre selskaber kan give sammenligningsgrundlag for brugeren og være et væsentlig formål.

Øvrige formål med benchmarkinganalyse af vederlagsrapporten kan være sammenligning af informationsniveau.

Under formål skal det overvejes, hvilke analyser som skal foretages. Analyser kan være f.eks. benchmarking af fast løn eller samlet lønpakke, benchmarking af fordeling af løn og benchmarking af optjeningskriterier for bonus.

6.4.2 Benchmarkinganalyse – ”hvem” skal indgå i analysen

Hvem der skal inkluderes i benchmarkinganalysen er relevant, da formålet med analysen er at foretage en sammenligning. Ved udførelsen af analysen skal man vurdere ”Hvem”, (selskaberne) som er de rette selskaber at inkludere i analysen.

I identifikation af sammenlignelige selskaber skal der fastlægges hvilket krav, der skal opfyldes for at et selskab er sammenligneligt. Den vigtigste overvejelse er vurdering af hvem, der er sammenlignelige. Alle selskaber er unikke, og det må tænkes, at der ikke findes to selskaber, som er fuldstændigt identiske. Derfor bliver det essentielt at vurdere hvor stort et

spænd af afvigelse, som er acceptabelt. Ved at oplyse detaljeret omkring hvilke selskaber som indgår i analysen, kan interessenterne øge deres forståelse omkring benchmarking, dens værdi og har mulighed for at sætte spørgsmålstejn ved denne.

6.4.2.1 Branche

Som beskrevet før er hver branche unik, og derved bør dette forhold overvejes, når der foretages en analyse.

Når der foretages benchmarkinganalyse af lønniveauet, vil dette kriterie være relevant, og det bør inkluderes. Branche eller type af virksomhed er relevant, da det må formodes, at de krævede kompetencer for den givne stilling vil være afhængige af den enkelte branche. Bechmann beskriver i hans artikler at sektortilhørsforhold er et signifikant forhold i til aflønning, hvilket understøtter vigtigheden af dette (Bechmann K. L., 2019).

Det bør overvejes, om en branche skal anses som en helhed eller opdeles. Nogle brancher kan have mange underkategorier, som hver indeholder specifikke krav eller forudsætninger, der gør at i stedet for at fokusere på hele branchen som helhed, vil det være mere relevant at fokusere på en del af branchen.

6.4.2.2 Geografi

Ligeledes bør man overveje om hvorvidt, analysen foretages med internationalt perspektiv, nationalt eller anden geografisk afgrænsning.

Inklusion af selskaber fra andre lande kan være relevant af flere årsager, herunder hvilke markeder den givne virksomhed henvender sig til, hvad deres fremtids strategi er, og ønskes der at tiltrække internationale kandidater. En overvejelse er ligeledes, om der er nogle specifikke krav eller forudsætninger, der gør at et bestemt geografisk område ikke kan inkluderes.

Sidste overvejelse med geografi er valg af de specifikke virksomheder. Man bør overveje, hvilke markeder de opererer i. Store virksomheder kan operere i flere markeder, hvorved det kan svært at finde virksomheder, som opererer på de eksakt samme markeder, både flere eller færre. Det er derfor nødvendigt at vurdere hvor stor afvigelse, der kan accepteres.

I nedenstående bokse kan eksempler på benchmarking læses, hvor der er lagt vægt på hvilke overvejelser, som kunne være gældende for disse fiktive selskaber.

Eksempel 1.1 – Geografisk afgrænsning for skandinavisk selskab

Pharma A/S er et dansk selskab, som har hovedkontor i Danmark. Selskabet fremstiller farmaceutiske præparater, som sælges i Skandinavien. Ud fra denne information, vil det være passende at foretages den geografiske afgrænsning til Skandinavien. Ved denne afgrænsning er der mulighed for at sammenligne med selskaber uden for Danmark, som opererer på det samme geografiske marked som Pharma A/S.

Figur 5 - Geografisk afgrænsning. Kilde: Egen tilvirkning

Eksempel 1.2 – Geografisk afgrænsning, selskabets fremtidige strategi

Dette eksempel skal ses i forlængelse med information fra eksempel 1.1 om Pharma A/S. Pharma A/S har nu færdiggjort deres nye fremtidige strategi for de kommende år, og en del af denne strategi omfatter ekspansion til Europa, hvor de inden for de næstkommende år ønsker at distribuere deres produkter til.

Pharma A/S har foretaget deres due diligence og ved, at det er de samme krav, som gør sig gældende for deres produkt i hele Europa. Selskabet ønsker at tiltrække en ny ledelsesprofil til selskabet, der har erfaring med det Europæiske marked. Ud fra denne information vil det være passende for selskabet at foretage geografisk afgrænsning til Europa.

Figur 6 - Geografisk afgrænsning, selskabets fremtidige strategi. Kilde: Egen tilvirkning

6.4.2.3 Størrelse af selskab

Størrelsen af selskabet er relevant, da det må tænkes at en administrerende direktør for en større virksomhed kræver flere specifikke kompetencer end for en mindre virksomhed. Derudover må det vurderes, at en større virksomhed vil have flere ledelseslag, hvor lønnen vil være stigende for hvert lag. Dermed vil den administrerende direktør i en stor virksomhed modtage et større vederlag end i en mindre virksomhed (Bechmann K. L., Direktørlønninger og betydningen af korrekt benchmarking, 2019).

Først skal der fastlægges, hvordan størrelsen af en virksomhed opgøres. Per den danske årsregnskabslov bemærkes det, at til opdeling af klasser af virksomheder gøres brug af følgende tre værdier:

- Balancesum
 - Nettoomsætning
 - Gennemsnitlig antal heltidsansatte
- (Erhvervsstyrelsen, 2019c)

En anden opgørelse benyttes af Forbes, som siden 2003, årligt offentliggør ”Global 2000”, som er de største 2000 virksomheder i verdenen. Til måling af dette gøres brug af fire faktorer:

- Salg
 - Profit
 - Aktiver
 - Markedsværdi
- (Contreras & Murphy, 2022)

Størrelsen af en virksomhed kan derfor måles på flere faktorer, og kan gøres ved brug af en enkelt faktor eller ved sammenholdelse af flere. For hvilke som er relevante, skal der tages højde for det selskab, der ønskes at analyseres og hvilke værdier, som er vigtige for dette selskab.

Markedsværdi er et økonomisk mål baseret på værdien af alle aktier i et selskab, som handles offentligt. Beregning foretages på baggrund af antal aktier i selskabet og aktiekursværdien (Saad, 2022). Markedsværdien er udtryk for prisen, som skal betales på et givent tidspunkt for selskabet, derved hvad selskabet er værd til markedspriser. Ken L. Bechmann har i en artikel for Finans/Invest beskrevet dette forhold, og der findes en sammenhæng mellem markedsværdien og niveau af ledelsessløn (Bechmann K. L., Direktørlønninger og betydningen af korrekt benchmarking, 2019).

Markedsværdi er en faktor, som vil kunne anvendes bredt, da det er en indikation på selskabet som helhed og ikke en del af virksomheden, som de øvrige ovenstående faktorer.

For markedsværdi skal der dog nævnes, at der skal overvejes volatiliteten: der kan være stor forskel på markedsværdien dag 1 ift. dag 2. Ved høj volatilitet vil resultatet nemt kunne påvirkes baseret på dag, der anvendes. Dette forhold skal som udgangspunkt søges mindsket.

Nettoomsætningen og resultatet er regnskabsmæssige tal, som viser samlet værdi af transaktioner for en periode. Dette vil normalt være et år. Nettoomsætningen viser det, som selskabet har solgt, hvor resultatet også tager højde for omkostningerne. Hvis man sammenligner år efter år, kan der være volatilitet, men for den givne periode, vil det være de samme eksterne forhold til stede for alle selskaberne i branchen.

Aktiver eller balancesum er regnskabstal, som viser værdien på et specifikt tidspunkt og kan derved også være volatile.

Gennemsnitligt antal ansatte er beregnet på baggrund af perioden i årsregnskabet.

Eksempel 2.1 – Pharma A/S, valg af faktorer til brug for opgørelse af størrelse

Pharma A/S fremstiller farmaceutiske præparater, formålet med virksomheden er primært, derfor at sælge disse præparater, hvilket taler for, at omsætningen er en relevant faktor til brug for opgørelse af størrelse.

Pharma A/S har dog også en stor værdi i produktionsmaskiner, og de har patenter på deres produkter, som er vigtigt for deres drift. Produktionsmaskinerne er nødvendige for at kunne foretage selve produktionen og patentsikre, at andre ikke må kopiere deres produkt. Dette taler for, at værdien af aktiverne også er vigtig for selskabet.

For selskabet som helhed, vil markedsværdien også være relevant at gøre brug af.

Figur 7 - Valg af faktorer eks. 1. Kilde: Egen tilvirkning

Eksempel 2.2 – Udvikling A/S, valg af faktorer til brug for opgørelse af størrelse

Udvikling A/S er et selskab i den farmaceutiske branche. Selskabet udvikler medicin, selskabet har endnu ikke omsætningen, da man fortsat er i udviklingsfasen. Selskabets regnskab består derfor primært af udviklingsomkostninger. Den vigtigste faktor er derfor markedsværdien.

Figur 8 - Valg af faktorer eks. 2. Kilde: Egen tilvirkning

6.4.3 Benchmarkinganalyse – informationsniveau

Data er forudsætningen for at analysen kan foretages, og derved er informationsniveauet/transparens relevant. I forbindelse med analysen skal der opnås forståelse af de tal, som ønskes at bruges og at disse er målt ens. Det indebærer, at der er gjort brug af de samme principper til at opgøre beløbet, og at principperne er anvendt ens.

Derudover er redegørelse for den anvendte data i benchmarkinganalysen et vigtigt element, hvor der bør indgå redegørelse for hvilke data, der er anvendt, hvis der er foretaget ændring/korrektion af data for at gøre disse sammenlignelige, og hvordan data er behandlet.

Dermed kan det nævnes, at aktiebaserede vederlæggelse indeholder et element af skøn, og for betinget aktier skal man være opmærksom på, hvordan værdiansættelsen er foretaget, herunder hvordan modellen er anvendt. Det er derfor vigtigt at gennemgå de tal, som benyttes til sammenligning af informationer.

For analyse af løn vil relevant metode være benchmarking, hvor der er flere faktorer, som skal overvejes: hvad er formålet med analysen, hvem skal inkluderes i analysen og informationsniveau af det data, som ønskes anvendt.

For at beslutte hvilke selskaber som skal inkluderes i analysen, skal der fastsættes hvilke selskaber, som er sammenlignelige, til dette gøres brug af branche, geografi og størrelse.

7 Vederlagsrapportering i Danmark

Formålet med denne afhandling er, at undersøge vederlagsrapporterne i Danmark, og undersøge i hvilken grad disse er værdiskabende og gennemsigtige set i sammenligning med direktivet fra EU og vejledningen fra Erhvervsstyrelsen, samt udvalgte respondenter som er interviewet i forbindelse med forståelsen af vederlagsrapporter.

Dette afsnit vil redegøre for, hvordan opbygningen findes, og hvor der vil inkluderes den kvalitative analyse af afholdte interviews. Afsnittet vil yderligere omhandle argumentation for valg af analyseform og opbygning af selve analysen. Dette vil blive gennemgået i næste afsnit.

7.1 Opbygning af analysen om værdiskabelse og gennemsigthed

Som angivet fra Erhvervsstyrelsen er formålet med vederlagsrapportering at skabe en større gennemsigthed. Derudover ønskes der med denne afhandling at undersøge, hvordan at vederlagsrapporten skaber værdi for brugerne.

Formålet med aktionærrettighedsdirektivet er et ønske om større aktivt ejerskab og dermed indsigt i de fremtidige mål (strategier), hvoraf vederlagsrapporten er en nødvendig forudsætning for dette i forhold til aflønning. Rapporten har til hensigt at øge gennemsigtheden, ansvarliggørelsen og indsigt (Erhvervsstyrelsen, 2021b).

Ansvarlighedens øgning sker gennem selve offentliggørelse af rapporten, hvormed den nu er tilgængelig for alle interesserede brugere. Derved kan brugerne stille spørgsmål og være kritiske over for den information, som er givet. Dette gør, at vederlagsbrugerne med denne mulighed har øget deres ansvarliggørelse og ansvarliggørelsen hos ledelsen og bestyrelsen af selskabet. I vores analyse vil ansvarliggørelse derfor ikke behandles, da dette vil være det ønskede output af processen fremfor et element.

Gennemsigthed, transparens og indsigt er de elementer, som vil blive behandlet. Indsigt er et udtryk for viden, og vil derfor kunne udtrykkes med et mere positivt ord – værdiskabelse. Brug af værdiskabelse i denne afhandling vil derfor være med henblik på indsigt. Med den rette indsigt vil vederlagsbrugerne kunne træffe de nødvendige beslutninger, som giver mening for dem.

Det ønskes med analysen at undersøge gennemsigthed og værdiskabelse og dermed hjælpe brugeren af vederlagsrapporten til større ansvarliggørelse.

7.2 Formål med analysen

Formålet med analysen er undersøge værdiskabelse og gennemsigtighed. Analysen som foretages, vil derfor designes med dette henblik.

Gennemsigtighed betyder, at noget er transparent, og at man kan se igennem det, og i overført betydning er dette, at noget er let at forstå eller gennemskue (Det Danske Sprog- og Litteraturselskab, u.d.b). Dermed er gennemsigtighed også først opnået, når informationen bliver beskrevet, så det er let forståeligt, og dermed ikke blot når informationen er givet.

Værdiskabelse er det at skabe værdi – at have noget af betydning, hvilket er meget subjektivt. Værdiskabelse i en vederlagsrapport vil være elementer af noget information, som giver indsigt. Værdiskabelse kan derfor være forskellig fra person til person, men der må forventes at være nogle fælles elementer, der som minimum skal være til stede. Denne viden, der skal være til stede, er blandt andet identificeret gennem interviews, jævnfør nedenfor.

Gennemsigtighed og værdiskabelse er for vederlagsrapporter to begreber, som er vigtige, men også to begreber som har stor sammenhæng. Værdi skabes af information i rapporten, men den samme værdi er også med til at understøtte en mere gennemsigtig rapport. Grundet den store sammenhæng (høj korrelation) er det passende, at der designes en analyse, som omhandler begge.

For at understøtte analysen er der foretaget forskellige interviews både eksperter, personer som udarbejder rapporten, bestyrelsesmedlemmer og mulige investorer. Interviews er foretaget med henblik på at undersøge disse personers holdning til vederlagsrapporter, og hvad de mener er med til at skabe gennemsigtighed og værdi, herunder om en given rapport skaber værdi.

Der er i forbindelse med de afholdte interviews fundet flere elementer som gentages, hvorfor det er disse som er blevet valgt til analysen. Interview er afholdt med forskellige brugere af vederlagsrapporten, hvorfor dette giver en tydelig indikation for, hvad analysen skal indeholde. Det er vores vurdering, at vi har prøvet at anskue problemstillingen fra så mange vinkler som muligt ved at interview af personer med forskellige forhold til vederlagsrapporten. Eftersom værdiskabelses-elementer er underlagt en høj grad af subjektivitet, kan der være elementer, som en person finder vigtig, der ikke er inkluderet i analysen. Analysen vil designes ud fra fællesnævnerne, og vil derfor ikke være en udtømmende analyse, men vil i stedet kunne bruges af flere virksomheder, som værktøj til at analysere vederlagsrapporter.

7.2.1 Interview med Ken L. Bechmann

Ken Bechmann er professor ved CBS, og har udgivet flere artikler om vederlagsrapportering. Grundet hans ekspertise, er han blevet inviteret til interview.

I interviewet med Ken Bechmann er fokus på, at vederlagsrapporten skal ses i lyset af vederlagspolitikken, som så gør, at selskaberne er påtvunget til at tage stilling til løn. Dette betyder, at ejerne tager mere aktivt ejerskab. Vederlagsrapporten kan ses i sammenhæng med selskabernes langsigtede perspektiv og kan kobles sammen med ESG agendaen.

Ken fortæller, at værdiskabelse generelt ses gennem den viden, som bestyrelsen og aktionærerne kan læse af rapporten. I rapporten gives der indblik i vederlaget, og hvordan dette er sammensat. Det er specifikt om de ydre grænser i forhold til hvad maksimum og minimum vederlag kan være, der er interessant. På samme tid er dette forhold om flere oplysninger også med til at give transparens.

Men der kan vel være nogle udfordringer, hvilket kan opstå i forbindelse med kompleksitet og gennem oplysninger, som ikke inkluderes. Oplysninger som ikke inkluderes i rapporten skyldes, at det for selskabet anses som en forretningshemmelighed (bilag 1).

7.2.2 Interview med Martin Faarborg

Martin Faarborg er partner i Deloitte, hvor han primært arbejder med vederlagspolitik og vederlagsrapport. Martin er en del af Assurance Offerings i Deloitte og er ansvarlig for området for bestyrelsesrådgivning i Danmark relateret til god selskabs- og fondsledelse samt rådgivning om revisionsudvalg og vederlagsudvalg.

Martin mener, at vi i Danmark er langt, og at vi i sammenligning med andre skandinaviske lande generelt er mere transparente. Derudover kommenterer han på, at siden vederlagsrapporten er blevet indført er kvaliteten øget.

Martin udtaler, at sammenlignelighed og transparens skaber værdi for samfundet. For kravet om transparens er følgende information vigtige: historik og beskrivelse af hvorfor lønpakken er sammensat, som den er, f.eks. kampen for at finde og tiltrække de rette talenter, inflation mv.

Han er positiv ift. vejledningen fra Erhvervsstyrelsen, da han mener, at denne har skabt en fælles forståelse og ensartning. Erhvervsstyrelsen bør ikke stramme reglerne, da de blot bør sætte et minimum. Der skal være nogle minimumskrav, men der skal også noget frihed for de

enkelte selskaber til at foretage tilpasning ud fra, hvad der er vigtigt for dem og deres aktionærer (bilag 2).

7.2.3 Interview med Peer Schaumburg-Müller

Peer er ekstern lektor og har skrevet flere bøger om bl.a. selskabsret og kapital- og børsmæglerret. Udover dette er han bestyrelsesformand i TDC Pensionskasse og har selv tidligere arbejdet ved Københavns Fondsbørs.

Peer fortæller, at vederlagspolitikkerne er for at sikre at aktionærerne får indflydelse, og at politikkerne primært er henvendt til aktionærerne. Vederlagsrapporten er derimod bredere og henvender sig til flere brugere.

Peer fremhæver følgende forhold: at rapporten er opdelt på personniveau, og CEO-ratio som nogle af de væsentligste elementer i rapporten. Yderligere skal strategi fremhæves, da der skal være sammenhæng mellem selskabernes strategi og vederlag her specifikt, hvad man ønsker at opnå med incitamentsprogrammerne. Peer mener dog, at der fortsat er plads til forbedring i vederlagsrapporterne på dette område.

Nogle af de udfordringer der kan være ved incitamentsaflønning:

1. At der betales for en service, som man ikke modtager, hvilket skal forstås som incitamentsprogrammet ikke har den virkning, som var hensigten.
2. At incitamentsprogrammet virker modsat den strategi, som er sat for selskabet.

Der er vigtigt, at selskabets strategi er afspejlet i vederlaget, da dette er med til at skabe motivation for at arbejde mod det samme mål.

Peer anbefaler selskaberne at være præcise og tilråder, at aktionærerne er mere aktive og går ind i debatten, hvis der ønskes ændringer. Direktivet giver mulighed til aktionærerne, herefter af det op til dem at tage imod denne mulighed (bilag 3).

7.2.4 Interview med Søren Thor Jensen

Søren arbejder hos Novo Nordisk og er med til at udarbejde vederlagsrapporten for selskabet. Søren har en juridisk baggrund, og har været ved Novo Nordisk i over 20 år.

Søren fortæller hvordan Novo Nordisk, allerede inden kravet kom, har offentliggjort information om vederlag til aktionærerne, her var det inkluderet i årsrapporten.

For Søren er det vigtigste formål med vederlagsrapporten:

1. At overholde lovgivningen.
2. At undgå mytedannelser og unødige diskussioner, da de ønsker at afdramatisere ledelsesafløgning.

Søren er meget bevidst om, at der er mange brugere af denne rapport, og nævner til mødet en lang liste af de brugere, som han har identificeret og overvejet i forbindelse med udarbejdelsen af rapporten. En type brugere som Novo Nordisk har modtaget meget feedback fra er medarbejderne, som aktivt har brugt rapporten og har kommenteret på nogle forhold. Dette er så også blevet ændret i 2021.

For Novo Nordisk har vederlagsrapporten fra 2021 været fokuseret på at forklare de ændringer, som er foretaget. Da dette er identificeret som en vigtig information, er det placeret tidligt i rapporten.

Transparens er en udvikling der for Novo Nordisk er sket over tid, og som der diskuteres hvert år for at sikre, at rapporten har en høj kvalitet. Rapporten er lang, men dette er for at understøtte al den information, som skal gives for at skabe transparens.

De vigtigste elementer i rapporten for Søren er:

1. Benchmarking
2. Incitamentsprogrammerne og deres KPIer (bilag 4).

7.2.5 Interview med Michal Danielewicz

Michal er co-founder af selskabet St. Petri Capital, som er et investeringsselskab med fokus på små og mellem størrelses selskaber i Europa.

Michal nævner tidligt, at de i deres overvejelser ikke gør brug af vederlagsrapporten. Vederlag er for dem ikke noget, som bliver kigget på separat, men det er dog en del af de punkter, som bliver gennemgået, når der foretages en vurdering af selskabet.

Vederlag kan dog være noget som giver anledning til spørgsmål, hvis beløbet synes stort. Her er der ikke en specifik grænse, men det er ud fra deres professionelle dømmekraft.

Dømmekraften er baseret på viden, som er opnået gennem deres review af mange andre selskaber. Vederlag er oftest ikke et problem, da de har stor forståelse for dette og for brugen af performance elementer.

Selvom rapporten ikke for nuværende er noget som aktivt bruges, har Michal nogle ideer som for investor er relevant. Rapporten skal være nem og overskuelig. Michael forslår selv én side med kort opsummering (bilag 5).

7.2.6 Interview med Anders Folmer

Anders er Senior Portfolio Manager i det danske aktieteam hos ATP. ATP er meget aktive i deres rolle og har udtalt sig offentligt om vederlag i Danmark.

For ATP investeres i selskaber, og de ønsker i de danske selskaber at tage en aktiv rolle. Det betyder, at der tages aktiv stilling til det forretningsmæssige med også sammensætningen af bestyrelsen.

Anders fortæller, at det vigtige ved vederlag er at kunne tiltrække de rigtige talenter til selskabet. Til brug for denne vurdering kigges der på lønpakken som helhed, da de ønsker en sund sammensætningen og ikke kun bonus. For bonus er detaljer vigtige, dette gælder sammensætningen, KPI'er og oplysninger om minimum og maksimum grænser for bonussen.

Benchmarking nævnes også som et vigtigt element, her er det vigtigt, hvem der benchmarkes mod.

For transparens er det vigtigt, at teksten ikke er for lang og kompliceret. Sproget og teksten skal være til at forstå. Lange kompliceret tekstdele kan have den modsatte effekt og mindske transparensen.

Som et godt eksempel nævner han SimCorp og deres vederlagsrapport. Denne vederlagsrapport er ikke blevet analyseret, da det ikke er en del af C-25 selskaberne (bilag 6).

7.2.7 Interview med Thomas Thune Andersen

Thomas er bestyrelsesformand for Ørsted, men sidder også i bestyrelsen hos andre selskaber, bl.a. et britisk selskab, hvor han ligeledes er bestyrelsesformand. Udover dette er Thomas også en del af Komiteen for god Selskabsledelse.

Thomas fortæller af rapportering er kritisk, og at han igennem sin tid har set en stor udvikling. Her gennem de senere år har han oplevet en øget opmærksomhed fra aktionærerne, specielt i vurderingen om, hvad er rimeligt; vurderingen af om lønnen er på niveau, over eller under gennemsnittet.

Vejledningen fra Erhvervsstyrelsen er meget bred, og der er en mangel på struktur. Komiteen for god Selskabsledelse har kommenteret på dette, og ønsker at der det bliver tydeligere om strukturen.

Rapportering har to formål:

1. At overholde lovgivningen.
2. At skabe transparens.

Transparens skaber værdi også internt i selskabet. Kommunikation og transparens er noget, som skal prioriteres.

Rapporten skal indeholde, hvad der er bestemt i vederlagspolitikkerne. KPI'er skal beskrives og særligt, hvordan disse har sammenhæng med selskabets strategi. I forhold til strategi bliver det dog nævnt, at der kan være nogle oplysninger, som ikke er hensigtsmæssige at oplyse grundet konkurrenterne, da de ville kunne få en indsigt. Der skal bestræbes på, at der oplyses om så meget så muligt, men der skal også tages hensyn til selskabet, så der ikke oplyses noget, som er en forretningshemmelighed. Denne grænse er svær og det vil altid være et dilemma.

Vederlagsrapportering er en udviklingsrejse, og rapporterne er gennem årene blevet mere detaljerede, og fremtiden kunne godt bringe endnu mere detaljerede vederlagsrapporter.

Til brug for vurdering af lønnen bruges benchmarking. For benchmarking burde der skrives om peergruppen, og hvordan de også har udviklet sig. CEO-ratio er et nøgletal, som kan fortælle noget om gearingsforholdet, men denne ratio er unuanceret.

Et andet element som benyttes til vurdering af lønnen er "equal pay", som angiver lønforholdet mellem kønnene. Hvis der ses en forskel, burde dette klart inkluderes, og hvordan selskabet vil arbejde med dette for at mindske forskellen.

I England ses et større pres for at der beskrives om sammenhængen mellem strategi og vederlag. Det kan være vanskeligt at inkludere, men det er vigtigt. De KPI'er som er sat skal have sammenhæng med strategien. Denne sammenhæng beskrives ikke i vederlagsrapporterne i Danmark, da det anses for at være forretningshemmeligheder, hvormed informationen er begrænset omkring KPI, strategi og vederlag.

Komiteen for god selskabsledelse ser, at der stadigvæk er plads til forbedring, og vil gerne hvis muligt forsøge at hjælpe med at øge kvaliteten. Mere præcist vil de gerne foretage en

sammenholdelse med selve rapporterne og deres anbefalinger. Komiteen selv har dog ikke ressourcerne til en fuldstændig gennemgang. ESG-rapporteringen kommer også til at have en indflydelse, da der er elementer i denne, som er linket til aflønningen (bilag 7).

7.2.8 Interview med Anne Louise Eberhard

Anne Louise er bestyrelsesmedlem hos flere selskaber bl.a. FLSmidth og Bavarian Nordic og selskaber med forskellige ejerformer.

For Anne Louise handler aflønning om at hjælpe ledelsen med at fokusere, og derfor skal der være sammenhæng mellem formål og strategien for selskabet. Hendes grundfilosofi er ordentlighed, som betyder, at der skal være formål og en forståelse af virksomhedens rolle i samfundet. Hvordan kan vi skabe værdi for flere? ESG-mål har derfor en stor betydning.

Vederlag i Danmark, ikke kun på toplederniveau, er og har traditionelt være tabubelagt, bl.a. i forhold til de andre skandinaviske lande, hvilket er imod transparensen. Derfor er det fint med regler om vederlag, i hvert fald for topledelse, da det stiller krav til en vis transparens.

KPI'er er et svært emne og specielt vedr. sustainability og specielt hvordan dette måles og opgøres kan være svært. Derudover at vælge de rette KPI'er kan være svært, men det er vigtigt, at der er sammenhæng mellem virksomhedens formål, strategi og KPI'er. Det er et område, der først er ved at komme med i vederlagsrapporterne i disse år, men noget som vi bør blive bedre til. Der er dog også en vigtig balance i forhold til forretningshemmeligheder.

For benchmarking er det vigtigt at overveje de rette selskaber at benchmarke op imod. Dette kan være størrelse, kompleksitet, brancheforhold og et internationalt element. Det er vigtigt, at lønnen er afstemt virksomhedens forhold og i øvrigt passende ud fra bl.a. en etisk vinkel.

CEO-ratio er et blandt mange nøgletal, men ikke altid passende at bruge. Her skal igen overvejes benchmarking, da der er forskel på selskaberne og sammensætningen af medarbejdere. En virksomhed med mange ufaglærte ansatte vil f.eks. ikke kunne sammenlignes med en virksomhed med højtuddannede medarbejdere og med helt specielle kompetencer.

Anne Louise lægger stor vægt på, at der er plads til forskellighed og den situationsbetingede vinkel, men er også enig i, at der bør sættes standarder for rapportering mv.

En vigtig ressource i Danmark er mennesker, kompetencer og knowhow. Derfor skal vi sikre, at Danmark kan tiltrække og bevare talenter og kompetencer i sine virksomheder. Denne

tiltrækningskraft handler ikke kun om løn men også om, at vi skaber kraftcentre af viden, gode arbejdsforhold, og dermed miljøer, der gør det attraktivt at arbejde her. Lønniveau og skatteforhold er selvfølgelig væsentlige, men de andre forhold skal også være på plads. Hvis vi begrænser lønniveauet, kan vi potentiel miste en stor talentmasse.

Derudover skal det også nævnes, at der også skal rapportere på lige løn mellem køn og evt. andre grupper af medarbejdere. Det er voldsomt uetisk, at vi ikke for længe siden har fået løst det problem (bilag 8).

7.3 De væsentligste elementer

Ved sammenholdelse af interviews er der nogle fællesnævnerne:

1. Rapporten skal være klar og tydelig.
2. Værdi skabes gennem transparens.
3. Formålet med vederlag er at tiltrække talenter.
4. Der skal være sammenhæng mellem strategi og vederlag.
5. Brugere skal kunne vurdere rimeligheden af vederlaget

Klar og tydelig:

Rapporten skal indeholde de elementer, der er behov for, og der skal være en god struktur. Det er dog vigtigt, at rapporten ikke er for lang, og at den er skrevet i et sprog, der er til at forstå.

Værdi skabes gennem transparens:

Brugere kan opnå bedst forståelse for vederlaget, hvis alle oplysninger er inkluderet.

Formålet er at tiltrække talenter:

Det er ledelsen, som skal sørge for at udføre den strategi, som bestyrelsen har sat. Det er derfor vigtigt, at det er de rette talenter, som er ansat.

Der skal være sammenhæng mellem strategi og vederlag:

Formålet med vederlaget er også at motivere, og dette skal sikre at ledelsen arbejder hen mod de mål, der er sat af strategien. For at sikre at selskabet udvikler sig den vej, som er ønsket, er det vigtigt, at ledelsen er motiveret til at følge dette.

Sammenhængen ses gerne i KPI'erne i bonussen, hvor ESG-mål anbefales. Dette ses også ud fra de opdateret anbefalinger til god selskabsledelse, hvor der lægges vægt på samfundsansvar generelt (Mikkelsen, Faaborg, Petersen, Korpela, & Hovelsø, 2021).

Brugerne skal kunne vurdere rimeligheden af vederlaget:

Brugerne af vederlagsrapporten skal kunne vurdere rimeligheden af vederlaget. For at kunne dette er der følgende elementer, der er vigtige:

- Benchmarking, oplysninger om hvem selskabet sammenligner sig med
- For KPI'er skal der oplyses om minimum og maksimum værdier
- CEO-ratio
- Beskrivelse af lønelementerne (til brug for indikation om der er forskel mellem lønpakke for direktionen og de øvrige medarbejdere)
- Sammenhæng mellem strategi og vederlag.

8 Design af analyse

Når formålet for analysen er fastsat er næste step at designe analysen.

Analysen vil være et værktøj som kan bruges til at vurdere de ovenstående punkter, som ud fra de afholdte interviews er de mest væsentligste elementer. Analysen vil ikke være udtømmende, da der vil kunne være forhold for den enkelte, som er væsentlig, og som ikke er inkluderet, dette er grundet den høje subjektivitet, det er forholdet med området.

Selvom analysen ikke er udtømmende, vil den dog designes således, at den er brugbar på alle danske selskabers vederlagsrapport.

Med analysen ønskes der at fokusere på gennemsigtighed og værdiskabelse, hvorfor det er de ikke-numeriske værdier, som søges analyseret. Ikke-numerisk data er den tekst og til dels de tabeller, som er inkluderet i vederlagsrapporten. Design af analysen vil være simpel således, at det vil være nemt og derved minimalt forbrug af tid og ressourcer på at gennemføre denne. Analysen vil være skalerbar, og dermed vil der kunne inkluderes alle de vederlagsrapporter, som findes relevante.

Formålet med en simpel analyse er at gøre den anvendelig for en bredere gruppe af interessenter herunder at forsøge at hjælpe aktionærer med at tage mere aktivt ejerskab i det selskab/de selskaber, som der investeres i. En mere detaljeret analyse vil have følgende udfordringer:

1. For specifikt kan medføre at analysen kun er anvendelig på udvalgte virksomheder.

Selve aktionærdirektivet er skrevet overordnet og giver plads til det enkelte selskab. Der er en anerkendelse af at selskaberne er forskellige og aktionærerne også, og der gives mulighed for, at vederlagsrapporten kan skrives med de oplysninger og den grad af detaljer, som er relevant for det enkelte selskab.

De anbefalinger, som foreligger fra Erhvervsstyrelsen og fra Komiteen for god selskabsledelse, er også meget brede og tager også hensyn til, at rapporten skal tilpasses.

2. For at hjælpe med at motivere aktionærer til at være aktive skal analysen være simpel og let at anvende.

Formålet med aktionærdirektivet er at få flere aktive aktionærer. I børsnoteret selskaber er en iboende risiko ved spredt ejerskab. Der er flere investorer, som ønsker at sprede deres risiko og har derfor spredt deres portefølje over flere selskaber, gerne i flere forskellige lande og brancher. Konsekvensen af dette er derfor, at aktionær er passiv. Dette er grundet at som udgangspunkt må aktionæren selv bære alle omkostninger, mens en fordel vil skulle deles med andre (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019). Hvilket er formålet aktionærdirektivet at gøre flere aktionærer aktive for at skabe et større demokrati.

Da en aktionær selv vil skulle foretage analyse, skal dette være simpelt og let. På denne måde tages der højde for forskellige baggrunde at der ikke kræves specifikke kompetencer for at kunne anvende analysen, og for at tidsforbruget af denne kan være så begrænset som muligt.

Analysen skal indeholde de elementer, som er beskrevet ovenfor, og disse kan nemt kategoriseres i få grupperinger, hvilket også understøttet en simpel analyse model. For at undersøge de elementer som er identificeret, kræves derfor ikke en lang analyse.

Analysen vil være opbygget af undersøgelsesspørgsmål, hvor formålet vil være at identificere i teksten i vederlagsrapporten om et forhold gør sig gældende. Ved brug af undersøgelsesspørgsmål vil man nemt kunne tilføje flere og derved skalere eller tilpasse analysen, hvis man ønsker at kigge ind et specifikt område for en branche for eksempel. Denne model giver mulighed for at tilpasse spørgsmålene til vederlag, og der tages højde for, at der analyseres på kvantitativt data.

8.1 Opbygning af analysen

Næste step er, når formålet er fastsat, og der er valgt en passende analysemodel, at opbygge selve analysen.

Til brug for analysen vil følgende spørgsmål undersøges:

1. Har selskaberne beskrevet deres vederlags underkategorier?

1.1 Indeholder vederlagsrapporten figurer eller tabeller omkring underkategorierne?

1.2 Indeholder vederlagsrapporten tekst omkring underkategorierne?

2. Har selskabet beskrevet deres aktiebaseret vederlæggelse, deres tilhørende skøn og KPI'er??

2.1 Indeholder vederlagsrapporten enten figurer eller tabeller omkring aktievederlæggelse?

2.2 Beskrives aktieprogrammet, herunder sammensætningen af skøn, opfyldelsen af programmet det givne år, KPI'er og vægtning af disse KPI'er?

2.3 Beskrives måltal og udfyldelsen af disse?

3. Anvendes benchmarking, og er dette beskrevet og konkluderet?

3.1 Er Benchmark oplyst i rapporten?

3.2 Er selskaberne, som man benchmarket mod, oplyst/listet?

3.3 Er konklusionen beskrevet?

4. Hvis der er foretaget ændringer til lønpakken, er dette så beskrevet i vederlagsrapporten?

4.1 Hvis der er foretaget ændringer til lønpakken, er dette så beskrevet i vederlagsrapporten?

Undersøgelsesspørgsmål er skrevet som simple spørgsmål med ja/nej mulighed, hvilket øger simpelheden af analysen. Ja/Nej muligheden er nem at vurdere, og giver derfor hurtigt et overblik. Derved ville disse undersøgelsesspørgsmål alene kunne bruges til analyse.

Med den analyse som foretages ønskes dog at inkludere en mere detaljeret vurdering, hvormed at der også vil blive taget stilling til de oplysninger, som er givet, og ikke kun om oplysningen er med eller ej. Igennem analysen vil undersøgelsesspørgsmålene være mere komplekse, som øger kompleksiteten af analysen, men dette giver dog også mulighed for i mere detaljeret grad at vurdere vederlagsrapporterne. Fordelen ved dette er, at der i større grad vil kunne kommenteres på, om rapportererne opfylder kravene for formålet med analysen.

For at kunne vurdere informationen vil den kvalitative beskrivelse, som er givet blive kvantificeret og vurderet på en skala. Kvantificering af data, som ikke er numerisk, giver anledning til skøn og resultatet af analysen, vil derfor indeholde en grad af subjektivitet.

For at mindske subjektiviteten vil der for hver undersøgelsesspørgsmål være inkluderet en redegørelse for, hvordan data er kvantificeret. Redegørelsen findes for hvert enkelt undersøgelsesspørgsmål og kan ses i de efterfølgende afsnit af rapporten.

I forlængelse af analysen vil der blive opstillet en tabel for de forskellige tal for selskaberne med formål at fortage benchmarking for at vise, hvor der ses sammenhænge, og hvor der ses forskelle.

Resultatet af analysen kan derfor svare på gennemsnittigheden og værdiskabelsen for den enkelte vederlagsrapport, men ved brug af benchmarking gives der mulighed for at sammenligne flere rapporter.

8.2 Redegørelse af analyseret C-25 selskaber

Formålet med dette afsnit er en redegørelse af den analyse, der er foretaget for hvert selskab, hvor der beskrives resultat individuelt for hver. Der vil for hvert spørgsmål blive givet en score, der gør at resultatet bliver kvantificeret og derved målbart, hvorved der efterfølgende kan foretages en kvantitativ analyse ud fra resultatet.

Før at den individuelle redegørelse kan foretages, skal der redegøres for undersøgelsesspørgsmålene, og hvordan score vil blive uddelt. Formålet med redegørelsen af undersøgelsesspørgsmålene er at sikre, at kvantificering af data sker med høj integritet. For at kunne genudføre analysen og opnå samme resultat er redegørelsen en vigtig del af analysen. Redegørelsen indeholder en beskrivelse af undersøgelsesspørgsmålet, hvilken score der kan gives, og hvad kriterierne er for at opnå en score.

Analysen vil være bygget på at jo højere en score, der gives, jo bedre er informationen. Vederlagsrapporter med en høj score er derfor dem, som er vurderet bedst. Generelt for vurderingen af point skelnes der mellem, om information er kun lige tilstrækkelig, om informationen er ok, eller om det er klart og tydeligt.

- Tilstrækkeligt

En tilstrækkelig vederlagsrapport opfylder for området de krav, som er givet af lovgivningen, men den yderligere information som er angivet af vejledningen fra Erhvervsstyrelsen er valgt ikke at inkluderes for det givne område. En tilstrækkelig

rapport er derfor et udtryk for, at der er plads til forbedring og selskabet kunne med fordel gøre brug af vejledningen fra Erhvervsstyrelsen.

- En OK vederlagsrapport

Vederlagsrapporten følger overordnet vejledningen fra Erhvervsstyrelsen, hvilket betyder, at de anbefalinger, der er angivet for området, er implementeret fuldt eller med få udeblivelser. For området er det en god rapport, men der er mulighed for yderligere implementering af formålet med vejledningen: transparens, klarhed, og strategi/langsigtede mål. Der er mulighed for endnu tydeligere at vise denne sammenhæng.

- Klar og tydelig vederlagsrapport

En klar og tydelig vederlagsrapport har fuldt implementeret vejledningen og viser klart og tydeligt transparens for brugeren, og hjælper med at forbinde området til de langsigtede mål for selskabet. Detaljeringsgraden er høj, og ting/elementer næves eksPLICIT. Rapporter, som modtager denne score, er gode rapporter, som for andre er værd at læse for at søge inspiration vedr., hvordan rapportering for dette områdes gøres på en god måde.

Der gives en tydeligere beskrivelse hvor hvert undersøgelsesspørgsmål hvordan de givne point er blevet fordelt. Der henvises til de efterfølgende afsnit.

8.2.1 Redegørelse af første undersøgelsesspørgsmål

Første undersøgelsesspørgsmål er vedrørende underkategorierne. Undersøgelsesspørgsmålet er valgt da det ud fra de afholdte interviews var klart, at en vigtig del af at skabe både transparens og værdi er gennem en klar og tydelig vederlagsrapport. Dette opnås gennem flere ting, men en af dem er ved en klar opdeling af vederlaget og beskrivelse af elementerne. Der undersøges både om der er givet information, og om denne er præsenteret på en klar og tydelig måde.

Undersøgelsesspørgsmålet er formuleret således: Har selskaberne beskrevet deres vederlags underkategorier inklusive vurdering af detaljeringsniveauet?

De 23 selskabers vederlagsrapporter ønskes analyseret i forhold til deres underkategorier. Baseret på interviewene har Thomas Thune Andersen lagt vægt på underkategorierne, da disse skaber transparens, især når det er sammenholdt med KPI'er. Hans begrundelse er at

ved at forstå elementerne, som indgår i aflønningen, kan der skabes en bedre forståelse omkring dette. Dermed vil der i denne sektion være fokus på, hvordan disse 23 selskaber har behandlet underkategorier via figur, tabeller og tekst. De valgte underkategorier følger dem som er angivet i Erhvervsstyrelsens vejledning: Gager, bonus (både LTIP og STP), pension og andre goder (Erhvervsstyrelsen, 2021b). Kategorierne har et passende detaljeringsniveau, da det giver information om den variable del og den faste del af lønnen. Derudover, hvis der tages udgangspunkt i de samme kategorier, gives der mulighed for sammenligning, hvilket vil give mulighed for at sammenligne på tværs af selskaberne. Denne mulighed er et udtryk for transparens. Kategorierne samt brug af figurer og tabeller støtter ønsket om, at vederlagsrapporterne skal være klar og tydelig og er med til at give transparens, hvorfor dette er et vigtigt element at analysere på.

Undersøgelsen er opdelt i to aspekter i forhold til underkategorierne, hvor den første er om selskaberne har inkluderet en figur eller tabel angående de underkategorier, som vederlaget kan opdeles i. Det anden aspekt er, om selskaberne beskriver underkategorierne og deres sammensætning.

1. Indeholder vederlagsrapporten figur eller tabeller omkring underkategorierne?

Point	Beskrivelse	Redegørelse
1	Ingen tabeller eller figurer er inkluderet om kategorisering af vederlaget.	Det er Erhvervsstyrelsens anbefaling at der gøres brug af tabeller og figurer for at gøre vederlagsrapporten mere overskuelig. Derfor gives der minimum point, hvis dette ikke er inkluderet.
2	Tabel og/eller figur er inkluderet, som kun viser inddelingen, ingen sammenhæng til strategi og KPI'erne	Brugen af figurer og tabeller hjælper med overskueligheden af vederlagsrapporten, derved gives der to point for at have inkluderet dette, da det er at følge vejledningen fra Erhvervsstyrelsen.
3	Tabel og/eller figur er inkluderet, hvor de viser sammenhæng med KPI'erne og/eller strategi	Der gives maksimumpoint for de selskaber, som ikke kun inkluderer en tabel, men i tabellen/figuren også viser

		et link mellem kategorierne og KPI'erne og/eller selskabets strategi. Formålet med aflønningen til ledelsen er at motivere og guide til at følge den strategi, som er godkendt af bestyrelsen, derfor er denne sammenhæng vigtig, da den giver brugeren indsigt i hvorledes vederlaget har til hensigt at motivere henimod at sikre ensretning mellem motivation for ledelsen og den langsigtede strategi.
--	--	--

Tabel 4 - redegørelse for spørgsmål 1.1. Kilde: egen tilskrivning.

2. Indeholder vederlagsrapporten tekst omkring underkategorierne?

Skalaen begynder på 1, fordi det er et krav, at der gøres brug af underkategorier, hvorfor det er forventningen at alle selskaber, til en hvis grad har inkluderet information om dette.

Point	Beskrivelse	Redegørelse
1	Relevante kategorier mangler og/eller beskrivelse er ikke fyldestgørende.	Der inddeles i færre kategorier end dem anbefalet fra Erhvervsstyrelsens vejledning, der mangler beskrivelse for flere kategorier, og beskrivelsen er mangelfuld. Der gives ikke klar og tydelig beskrivelse af, hvad kategorien indeholder, og hvordan den opgøres.
2	Indeholder relevante kategorier, og der er givet en ok beskrivelse. Der kan manglende beskrivelser for enkelte kategorier.	Alle kategorierne fra Erhvervsstyrelsens vejledning er inkluderet, og der er givet beskrivelse for nogle, men ikke alle kategorier. Beskrivelsen er ok, der står hvad den indeholder overordnet, men

		beskrivelsen kunne være mere detaljeret.
3	Alle relevante kategorier er inkluderet, og der er givet en klar og tydelig beskrivelse af hver kategori.	Alle kategorierne fra Erhvervsstyrelsens vejledning er inkluderet, og der er givet en beskrivelse som er klar og tydelig. Alt relevant information er inkluderet og det er forklaret på et sprog, som er forståeligt. For at opnå 3 point skal der redegøres for, hvad kategorien indeholder og hvordan det er opgjort, og det skal gøres for alle kategorierne.

Tabel 5 - redegørelse for spørgsmål 1.2. Kilde: Egen tilskrivning

Alt i alt kan hvert selskab modtage maksimalt seks point og minimalt to point for dette undersøgelsesspørgsmål.

8.2.2 Redegørelse for andet undersøgelsesspørgsmål

Andet undersøgelsesspørgsmål er om den aktiebaseret vederlæggelse, beskrivelse måltal/KPI'er, og typen af KPI'er. I dette afsnit ønskes redegøres for analyse på de selskaber, som har aktievederlæggelser som en del af lønpakken for direktionsledelsen. De fleste selskaber i C-25 indekset har aktievederlæggelse, hvilket danner præcedensen for relevansen af dette punkt ud fra et kvantitativt synspunkt. Det er kun et ud af 23 selskaber, som ikke har dette element inkluderet.

Jyske Bank er det eneste selskab i C-25, som ikke gør brug af aktiebaseret vederlag i forhold til den information, som fremkommer af vederlagsrapporten. Vi har derfor valgt at se bort fra dette selskab i dette henseende.

Undersøgelsesspørgsmålet er formuleret således: Har selskabet beskrevet deres aktiebaseret vederlæggelse, tilhørende skøn og KPI'er? herunder er måltal beskrevet? Og har selskabet både finansielle og ESG KPI'er?

Indledning

Aktievederlæggelsesområdet er ofte et område som er belagt med komplekse skøn omkring værdiansættelsen af programmer. Dette leder til et fokus punkt for gennemsigthed og dermed også værdiskabelse for vederlagsrapportens brugere. Nedenfor er beskrevet anbefalingerne fra Erhvervsstyrelsen. Det bemærkes, at de er en korrelation mellem anbefalingerne fra Erhvervsstyrelsen og den information, som er opnået gennem de afholdte interviews, beskrevet i tidligere afsnit. Da der er korrelation, ses dette som udtryk for, at det er vigtig information at inkludere i vederlagsrapporterne.

Redegørelse af undersøgelsesspørgsmål

Til brug for vurderingen tages der afsæt i tidligere undersøgelsesspørgsmål. Figurer og tabeller er med til at sikre overskuelighed, hvorledes det anbefales, at der i vederlagsrapporterne gøres brug af dette. Derudover er det en faktor, at bonus er beskrevet detaljeret og på en måde, der er forståeligt. Dette punkt er særledes vigtigt, da der er forbundet en kompleksitet med aktieprogrammer. Komplexiteten heri er relateret til at beskrivelsen ikke er klar og tydelig og at der er mere information, som skal informeres om. Yderligere kan det kræve at brugerne har bagvedliggende viden for at forstå den givne information. Da der forventeligt skal beskrives mere og gøres brug af mere komplekse, og ikke alment anvendte ord, er der iboende en større risiko for, at det ikke er klart og forståeligt for alle brugere af vederlagsrapporten.

I afgivelsen af score tages der højde for den præcedens, som der ved vederlagsrapporterne er skabt omkring oplysning af måltal i og med, at denne information er følsom for selskabet. Informationen gives ikke da, den angives til at være følsom, da den kan indeholde forretningshemmeligheder. I vejledningen gives der mulighed for ikke at oplyse visse informationer grundet reglen forretningshemmeligheder. Selskaberne kan gøre brug af denne for dermed at undlade information, hvorledes dette gør at den manglende information ikke fremgår. Yderligere beskriver Erhvervsstyrelsen, at det ikke er meningen, at der vises det eksakte måltal givet, at dette kan fremvise forretningshemmeligheder. Dette er yderligere blevet understøttet gennem de afholdte interviews, hvor flere respondenter har bekræftet dette.

EU's direktivs formål med vederlagsrapporten er som nævnt at sikre mere gennemsigthed og øge ansvaret hos aktionærerne. Spørgsmålet er dermed, hvornår der opnås gennemsigthed. Er det uden måltal eller med måltal, så det bliver muligt at lave en

overordnet beregning af dagsværdien af aktieprogrammerne? Er det nok blot at forstå de overordnede elementer og KPI'er, som indgår i programmet?

Nedenfor er der sammenholdt de forskellige informationer identificeret for at konkludere på hvorfor måltal er inkluderet som et undersøgelsesspørgsmål.

Erhvervsstyrelsen vejledning beskriver følgende omkring aktieprogrammer til programmer tildelt i regnskabsåret:

”Erhvervsstyrelsen anbefaler at oplyse værdien af aktiebaseret vederlag, der er tildelt i det rapporterede regnskabsår i overensstemmelse med principperne for opgørelse af dagsværdien i IFRS 2 for den samlede modtagne tildeling,” (Erhvervsstyrelsen, 2021a).

Som beskrevet i afsnit 5 i denne rapport så kommer Erhvervsstyrelsen med en anbefaling om anvendelse af intervaller ”Under”, ”lig med” eller ”over”.

Dermed er det kun en anbefaling fra Erhvervsstyrelsen at vise den samlede værdi for tildelingen af programmet. I vejledning 3.0 appendiks 16 præsenterer Erhvervsstyrelsen et eksempel på, hvordan en betinget aktiebaseret ordning og en options ordning kan præsenteres.

Optionsaktie program:

- I. Skal enten indeholde figur eller tabeller omkring aktievederlæggelse.
 - a. Det er Erhvervsstyrelsens anbefaling at information bliver præsenteret på denne måde.
- II. Beskrivelse af aktieprogrammet, herunder sammensætningen af skøn, opfyldelsen af programmet det givne år, KPI'er og vægtning af disse KPI'er
 - a. **Betingede aktie program:** Her bliver følgende oplysninger præsenteret. (1) KPI'et, (2) vægtning i forhold de andre KPI'er, (3) beskrive af målsætning for KPI'et, dog uden anvendelse af måltal. I selve præsentationen af værdien kommer ovenstående anbefalingen ind, (4) Antal betingede aktier, (5) Samlet værdi af de tildelte aktier og (6) andelen af det samlede vederlag.
 - b. **Optionsaktie program:** Her bliver følgende oplysninger præsenteret. (1) Beskrivelse omkring optionsprogrammet, herunder ved at oplyse om vesting periode, hvornår den skal nyttes, og hvilken beregningsmodel der anvendes. I eksemplet bliver black-scholes modellen anvendt. (ii) Antal optioner tildelt (3) dagsværdien af de samlede tildelte optioner baseret på modellen (4) andel af

det samlede vederlag for at kunne sammenligne. (5) De skøn som indgår i modellen, Udnyttelseskurs (dog ikke et krav, beskriver vejledning eksplicit), forventet volatilitet, Risikofrie rente, forventet udbytte procent, forventet løbetid og aktiekurs på tildelingstidspunktet.

Dette må være Erhvervsstyrelsen vurdering for det niveau for, hvornår gennemsigtheden og formål er opnået for tildelte aktier. Dette er vores vurdering, at disse oplysninger skal være til stede for at få en anbefalelsesværdig vurdering.

Baseret på vejledningen fra Erhvervsstyrelsen og interviews med eksperter, interessenter og udarbejder af vederlagsrapporter har sat 3 objektive forhold op:

1. Vederlagsrapporten skal enten indeholde figur eller tabeller omkring aktievederlæggelse.

Point	Beskrivelse	Redegørelse
1	Ingen tabeller eller figurer er inkluderet om aktiebaseret vederlæggelse.	Det er Erhvervsstyrelsens anbefaling at der gøres brug af tabeller og figurer for at gøre vederlagsrapporten mere overskuelig. Derfor gives der minimum point hvis dette ikke er inkluderet.
2	Tabel og/eller figur er inkluderet, men ikke understøttet.	Brugen af figurer og tabeller hjælper med overskueligheden af vederlagsrapporten, derved gives der to point for at have inkluderet dette. Der er tabeller, som ikke er inkluderet, og/eller tabeller som ikke er klar og tydeligt understøttet.
3	Tabel og/eller figur er inkluderet, og disse er understøttet.	Der gives maksimalt point for brug af alle relevante figurer og ved understøttelse af dem, så det fremgår klart og tydeligt, hvad formålet er.

Tabel 6 - redegørelse for spørgsmål 2.1. Kilde: egen tilskrivning

2. Beskrivelse af aktieprogrammet, herunder sammensætningen af skøn, opfyldelsen af programmet det givne år, KPI'er og vægtning af disse KPI'er. Herudover beskrivelse af sammenkobling til selskabets strategi.
- For dette spørgsmål kan der maksimalt gives 5 point. Scoren vurderes på baggrund af oplysningerne om selve programmet. Der gives en score på 1-3 for oplysninger om programmet, derudover kan der opnås et yderligere point for sammenhæng mellem bonus og strategi og et yderligere point for at inkludere ESG-mål eller forklaring om, hvorfor dette ikke er inkluderet.
- Skalaen begynder på 1, fordi det er et krav, at der oplyses om bonusprogrammet, hvorfor det er forventningen at alle selskaber, som har dette, til en vis grad har inkluderet information om dette.

Point	Beskrivelse	Redegørelse
1	Relevante kategorier mangler og/eller beskrivelse er ikke fyldestgørende.	Relevante kategorier er de, som er defineret af spørgsmålet. Beskrivelsen er meget overordnet.
2	Indeholder relevante kategorier og der er givet en ok beskrivelse. Der kan mangle en beskrivelse for enkelte kategorier.	Alle kategorierne er inkluderet, og der er givet beskrivelse for nogle, men ikke alle kategorier. Beskrivelsen er ok – der står hvad den indeholder overordnet, men beskrivelsen kunne være mere detaljeret.
3	Alle relevante kategorier er inkluderet, og der er givet en klar og tydelig beskrivelse af hver kategori.	Alle kategorierne er inkluderet, og der er givet en beskrivelse, som er klar og tydelig. Alt relevant information er inkluderet, og det er forklaret på et sprog, som er nemt forståeligt. For at opnå 3 point skal der redegøres for, hvad kategorien indeholder, og

		hvordan det er opgjort, og det skal gøres for alle kategorier.
1	Bonus linkes til strategien.	Der gives oplysninger om sammenhængen mellem bonus og strategien overordnet
1	Oplysning om ESG-mål eller inkludering af ESG-mål	Martin Faarborg beskriver, at ESG-agendaen over den kommende årrække vil skabe forandringer i den måde, som vederlagsrapporteringen bliver sammensat. Hvor ESG bliver mere inkluderet i rapporter, særligt herunder i forhold til ledelsens KPI'er for opnåelse af variable vederlag. Dette reflekteres også i en ny ESG lovgivning fra EU (Erhvervsstyrelsen, 2022b). Denne lovgivning vil have en effekt på alle de selskaber, som analyseres, derudover er det et emne, som dagligt bliver omtalt i medierne. Da dette er en gennemgribende lovgivning, som vil have effekt, og da dette er et fokusområde generelt, forventes der, at selskaberne gør brug af ESG-mål eller beskriver hvorfor ikke i deres vederlagsrapportering

Tabel 7 - redegørelse for spørgsmål 2.2. Kilde: egen tilskrivning

3. Beskrivelse af måltal og udfyldelsen af disse

For dette delspørgsmål kan der gives en score på mellem 0-3. Der er for denne indført en 0 score, hvilket er skyldt, at der forventes at være nogle selskaber, som ikke har oplyst om dette. Derudover, som tidligere nævnt, er det ikke en

forventning, at der oplyses om dette forhold, dog vil information være med til at kunne skabe gennemsigtighed, hvorfor at spørgsmålet er inkluderet i analysen.

Score er fordelt på vurdering af måltal, hvor der maksimalt kan scores 2 og et yderligere point, hvis måltal linkes til strategi.

Point	Beskrivelse	Redegørelse
0	Der er ikke oplyst om måltal og udfyldelsen af disse.	De specifikke måltal beskrivelse eller nævnes ikke i vederlagsrapporten, der nævnes kun at der er måltal. Måltal inddeles i de to overordnet kategorier – finansielle og ESG, men de faktiske måltal skrives ikke.
1	Måltal er nævnt, og der gives en overordnet beskrivelse eller ingen beskrivelse. Udfyldelse af disse fremgår ikke.	De specifikke måltal nævnes, og der gives måske en kort overordnet beskrivelse af disse. For en overordnet beskrivelse opnår man forståelse for, hvad målet er, men der er information, som er udeladt, som er relevant for brugeren til at kunne vurdere målet.
2	Måltal er nævnt, og der gives en specifik beskrivelse af dem og udfyldelsen af dem.	De specifikke måltal nævnes, der gives en detaljeret beskrivelse af disse, og der oplyses om, hvor meget de vægter, og hvad udfyldelsen for disse er (hvilket resultat, eller spænd, skal opnås) der gives oplysninger om f.eks. hvis x resultat opnås giver dette 100% vesting for det specifikke mål. Der gives information om de afsluttede programmer, hvor stor en andel af måltallene er opnået.

		En detaljeret beskrivelse kan være relateret til TSR (total shareholder return), som er et mål, som mange selskaber har, at der oplyses om hvem, der sammenlignes mod.
1	Måltal linkes til strategien	Der gives oplysninger om linket mellem måltal og selskabet langsigtede strategi.

Tabel 8 - redegørelse for spørgsmål 2.3. Kilde: egen tilsikrivning

Alt i alt kan hvert selskab modtage maksimalt elleve point og minimalt to point for dette undersøgelsesspørgsmål.

8.2.3 Redegørelse for tredje undersøgelsesspørgsmål

I dette afsnit redegøres for informationer vedrørende benchmarking lønstrukturer på tværs af selskaber. Fokus er på hvordan disse sammenligninger kommunikeres i C-25 selskabers vederlagsrapporter. Elementerne af benchmarking har henblik til at give vederlagsbrugerne evnen til at forstå lønkomponenter bedre og dermed give en større gennemsigtighed til brugerne. Benchmarking er blandt de vigtigste elementer i forhold til at kunne vurdere lønniveauet for interessenterne. Benchmarking er en anbefaling af Erhvervsstyrelsen og dermed ikke et krav i vederlagsrapporten.

Årsagen til at dette analysefokus er inkluderet skyldes interviews, som er beskrevet i afsnit 4. Vederlag niveauet er blot et tal, hvis dette ikke sættes i kontekst til noget andet giver det ikke den nødvendige gennemsigtighed for interessenterne. Baseret på vores analyse i afsnit 3, har vi identificeret følgende information, som bør være inkluderet i benchmarkinganalysen:

- **Geografisk placering** af de selskaber som man benchmarker op mod. Dette er blandt andet vigtigt, eftersom ledelseslønninger i USA og England er gennemsnitligt højere. Dermed kan det være svært at sammenligne disse lande i forhold til Danmark. Det er ikke sikkert, at geografi kan være en enestående analyse, og at selskaber dermed skal søge andre af nedenstående benchmark kriterie.
- **Industri eller branchen** som det givne selskab opererer i. Det kan være relevant at sammenligne lønkomponenterne med selskaber i samme branche, eftersom lignende drivers for selskaber kan være relevante at kigge mod. F.eks. vil det muligvis ikke give mening at sammenligne Danske Bank med ISS, dog at sammenligne Danske

bank med Nordea kan muligvis være relevant, da de begge er del af bank industrien. Ved at sammenligne med industri/branche kan selskaber også søge mod deres konkurrenter.

- **Børsindeks** hvor selskabet er børsnoteret. Det kan være giveligt at sammenligne løn med det indeks, hvor selskabet er noteret. C-25 selskaber sammenligner med andre C-25 selskaber.
- **Størrelsen af selskaber** kan være et relevant benchmark, eftersom direktionen lønninger i større selskaber gennemsnitligt har højere lønninger mod mindre selskaber (Bechmann K. L., 2019).

Pointen med at beskrive ovenstående er også at konkludere, at benchmarkinganalyser er en sammensat situation. Blot fordi at et selskab benchmarker mod Geografi og størrelse, kan det være de relevante forhold at sammenligne med er branche. Dermed eliminerer selskabet ikke de nødvendige risici hvis de kun sammenligner med Geografi og størrelse. Yderligere er selskaberne i deres fulde ret til at benchmarke mod de selskaber som de finder interessante og som spiller ind i forhold til deres strategi. Vi har blot stillet ovenstående op, eftersom dette kan være en model for en mere objektiv tilgang til disse analyser.

Benchmarkinganalyserne, som selskaberne foretager, bør have en lignende metode. Dermed ikke at de skal være ens i forhold til hvordan og hvilke selskaber, som man vælger at benchmarke sig op imod. Der skal være mulighed for, at selskaberne selv vurderer sammenligninger op imod deres strategi. Dermed skal aktionærerne og bestyrelserne i selskaber have råderum til selv at foretage vurderinger omkring benchmarking. Denne analyse har til formål at sætte benchmarking i struktur og vurdere hvordan selskaber i C-25, som mere objektivt beskriver og præsenterer benchmarking elementer i deres vederlagsrapporter. Dette er et punkt som eksperter vurderer til at vigtig i vurderingen af en god vederlagsrapport.

1. Er Benchmark oplyst i rapporten

Benchmarking er ikke et krav ift. Om, der gøres brug af dette, men det er en anbefaling af det inkluderes, derfor er det også forventningen, at der er nogle selskaber, som har valgt ikke at inkludere dette. Derfor er der valgt en skala på 0-2.

Point	Beskrivelse	Redegørelse
0	Der er ikke oplyst om benchmarking.	De anbefales, at der oplyses om benchmarking, derved gives er nul point, hvis dette ikke er inkluderet
1	Benchmarking er nævnt overordnet, der gives ingen redegørelse.	Der nævnes, at der er gjort brug af benchmarking, men der gives ingen redegørelse for dette, i hvilken sammenhæng og de bagvedliggende årsager.
2	Benchmarking og der redegøres for dette.	Der nævnes, at der er gjort brug af benchmarking, og der er givet redegørelse for dette.

Tabel 9 - redegørelse for spørgsmål 3.1. Kilde: egen tilskrivning

2. Er selskaberne som man benchmarker mod oplyst

Point	Beskrivelse	Redegørelse
0	Selskaberne er ikke nævnt.	For at understøtte transparensen af vederlagsrapporten skal selskaberne, der benchmarkes op imod oplyses, da det giver brugeren mulighed for at foretage en mere detailvurdering om lønnen.
1	Selskaberne er nævnt, men der er ingen redegørelse.	Selskaberne nævnes, men der gives ingen redegørelse for dette, og hvorfor er de valgt.
2	Selskaberne er nævnt, og der redegøres for dette.	Selskaberne nævnes, og der gives en redegørelse for dette, og hvorfor er de valgt.

Tabel 10 - redegørelse for spørgsmål 3.2. Kilde: egen tilskrivning

3. Er konklusionen for beskrevet

Oplysninger om konklusionen af benchmarkinganalysen er relevant, da den viser, hvad resultatet af sammenligningen giver, og hvordan selskabet ser lønniveauet for ledelsen.

Point	Beskrivelse	Redegørelse
0	Der er ingen konklusion på benchmarking.	Der nævnes blot, at der foretages benchmarking, men der gives ikke en konklusion på lønniveauet.
1	Konklusion er nævnt, men der er ingen redegørelse.	Resultatet af benchmarkinganalysen vises, men der gives ingen redegørelse for den.
2	Konklusion er nævnt, og der redegøres for dette.	Konklusion nævnes, og der gives en redegørelse for dette.

Tabel 11 - redegørelse for spørgsmål 3.3. Kilde: egen tilskrivning

Alt i alt kan hvert selskab modtage maksimalt seks point og minimalt nul point for dette undersøgelsesspørgsmål. Nul point er ikke et udtryk for, at selskaberne ikke overholder lovgivningen, men det er for dette undersøgelsesspørgsmål et udtryk for, at man har valgt ikke at følge Erhvervsstyrelsens vejledning.

8.2.4 Redegørelse for fjerde undersøgelsesspørgsmål

I dette afsnit redegøres for informationer vedrørende ændringer af lønpakker og lønstruktur, og hvordan disse ændringer kommunikeres i C-25 selskabers vederlagsrapporter med henblik på evnen til at sammenligne rapporterne på tværs af årene. Dermed er fokus på, hvordan selskaberne informerer interessenterne om ændringer af lønpakker eller ændringer af faktorer, som påvirker lønnen f.eks. KPI'er. Derudover er der fokus på, om oplysningen skaber gennemsigtighed og transparens for interessenterne.

Det vurderes ikke at være nødvendigt at informere om ændringerne både via tekst, tabeller og figur, hvormed denne analyse kun forholder sig til informationen om ændringen, og ikke hvilke middel der er benyttet til at oplyse ændringerne. Denne analyse vil kun blive udført for selskaber, som har foretaget ændringer til deres lønpakke.

Undersøgelsesspørgsmålet er således: Hvis der er foretaget ændringer til lønpakken, er dette så beskrevet i vederlagsrapporten?

Point	Beskrivelse	Redegørelse
1	Ændringer er beskrevet, det er mere overordnet og ikke præsenteret struktureret.	Der oplyses, at der er ændringer, men der gives en overordnet beskrivelse, hvor der ikke forholdes til de individuelle ændringer, og den effekt det har.
2	Ændringerne er beskrevet ok, præsentation er ok	Der oplyses, at der er ændringer, og der gives beskrivelse af en effekt, men den vises ikke. Ændringerne er sat op, så der er en struktur, så man kan forstå det.
3	Ændringerne er beskrevet godt, præsentation er god.	Der oplyses detaljeret om hver ændring, og den effekt som det har forklares. Der forklares yderligere om årsagen til ændringen. Der er en god struktur, så brugeren tydeligt får et overblik over de ændringer, der er foretaget, og hvilken effekt det har.

Tabel 12 - redegørelse for spørgsmål 4.1. Kilde: egen tilskrivning

Der foretages analyse af 23 selskaber, og analysen foretages af de seneste offentliggjort vederlagsrapporter (seneste er 2021). Analysen tager udgangspunkt i fire undersøgelsesspørgsmål, hvor der for hvert undersøgelsesspørgsmål er defineret underspørgsmål for at øge detaljeringsgraden og for at minimere subjektiviteten.

Undersøgelsesspørgsmål:

1. Har selskaberne beskrevet deres vederlags underkategorier?

1.1 Indeholder vederlagsrapporten figurer eller tabeller omkring underkategorierne?

1.2 Indeholder vederlagsrapporten tekst omkring underkategorierne?

2. Har selskabet beskrevet deres aktiebaseret vederlæggelse, deres tilhørende skøn og KPI'er??

2.1 Indeholder vederlagsrapporten enten figurer eller tabeller omkring aktievederlæggelse?

2.2 Beskrives aktieprogrammet, herunder sammensætningen af skøn, opfyldelsen af programmet det givne år, KPI'er og vægtning af disse KPI'er?

2.3 Beskrives måltal og udfyldelsen af disse?

3. Anvendes benchmarking, og er dette beskrevet og konkluderet?

3.1 Er Benchmark oplyst i rapporten?

3.2 Er selskaberne, som man benchmarket mod, oplyst/listet?

3.3 Er konklusionen beskrevet?

4. Hvis der er foretaget ændringer til lønpakken, er dette så beskrevet i vederlagsrapporten?

4.1 Hvis der er foretaget ændringer til lønpakken, er dette så beskrevet i vederlagsrapporten?

Fordeling af score:

Minimum og maksimum score	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1-3	1-3	1-3	1-3 +2*	0-2 +1**	0-2	0-2	0-2	1-3	

Den mindste scorer samlet er derfor 5, og maksimum score er 26. Det skal dog bemærkes, at undersøgelsesspørgsmål to og fire ikke er relevant for alle selskaber. Derfor er deres minimum og maksimum anderledes. Hvis et selskab ikke bruger aktiebaseret vederlæggelse, og hvis der ikke er foretaget ændringer til lønpakken, er henholdsvis undersøgelsesspørgsmål to og fire ikke anvendt. Total scoren kan derfor ikke sammenlignes på tværs af alle de testede selskaber.

9 Analyse af danske C-25 selskaber

I dette afsnit er der inkluderet en analyse af vederlagsrapporter for C-25 selskaber. Analysen er foretaget med henblik på perspektiver fra eksperter, investorer og bestyrelsesmedlemmer, som udarbejder disse rapporter. Dette er baseret på deres kommentar omkring hvilke elementer i vederlagsrapporter, som skaber gennemsigtighed og værdiskabelse. Det er elementer såsom: klar og tydelig beskrivelse af vederlagspakken, aktiebaseret aflønninger, KPI'er, benchmarking og ændringer af vederlagspakken fra forrige år. Der vil for hvert element være en grundig analyse af vederlagsrapporterne, hvor der vil være fokus på, hvordan elementerne er inkluderet disse rapporter. Det skal noteres, at analysen kun er foretaget ud fra de valgte fire elementer: underkategorier, aktiebaseret vederlæggelse, benchmarking og ændringer i vederlagsmodellen eller elementerne. Dermed

analyseres rapporterne ikke ud fra hvordan rapporterne er som helhed, men kun i forhold til de beskrevet fire elementer. Det medfører, at pointfordelingen kan være anderledes, hvis hver rapport var analyseret som et samlet produkt, hvor fokus ikke var enkelte elementer. Hvert enkelt rapport som helhed er dog ikke analyseret, da dette ikke har været det primære mål med analysen.

Det skal dog noteres, at kun 23 af selskaberne af C-25 selskaberne er inkluderet i analysen. Dette er grundet, at A.P. Møller Mærsk A og -B aktier er listet hver for sig, dog er selskabet kun inkluderet som en enhed i analysen. Derudover er Nordea fravalgt i analysen, da de følger vejledningerne fra den finske Erhvervsstyrelse, hvormed de falder uden for populationen, som vil undersøges.

9.1 Analyse af C-25 selskaberne, individuel

Formålet med dette afsnit er at analysere de valgte selskaber baseret på ovenstående undersøgelsesspørgsmål. Som beskrevet i forrige afsnit er der for hvert undersøgelsesspørgsmål mulighed for at opnå en række point baseret på de tabeller og information. Som indgår i vederlagsrapporten.

Der foretages en individuel analyse af alle de valgte selskaber, hvor der fremgår hvilken score, der er givet for hvert undersøgelsesspørgsmål og en redegørelse for den score, som er givet. Formålet med den individuelle analyse er at identificere, hvor selskaberne er skaber den nødvendige gennemsigtighed, og hvor der er plads til forbedringer.

9.1.1 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Novo Nordisk

Selskabet Novo Nordisk er analyseret og har modtaget en score på 19. Se nedenstående for fordeling af point, og for redegørelse af den givne score.

Novo Nordisk		Undersøgelsesspørgsmål								Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Nr.										
Score	2	3	3	3	1	2	2	1	2	19

Figur 9 - Undersøgelsesspørgsmål Novo Nordisk. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Novo Nordisk modtager en score på 5 point ud af 6 mulige. Dette modtages, da der følges opdeling i underkategorier, og alle kategorierne beskrives. I vederlagsrapport er der en tabel, der viser underkategorierne, men i tabellen er der ikke inkluderet en kolonne, hvor der beskrives sammenhængen til strategien. Hvilket gør, at der gives en score på 5.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der er en tabel, som viser target, maksimum og faktiske vederlag plus en tabel som viser ratios, en tabel der viser LTIP programmet, en som viser performance for KPI'er, og en som viser tildelingen. Da der er mange oplysninger, som skal gives for dette område, er det passende, at det er opdelt i flere tabeller og figurer. Der gives beskrivelse om LTIP programmet, men KPI'er beskrives ikke, hvorfor der gives en score på 2. Der gives ikke bonuspoint for strategi, da denne ikke nævnes, men der gives bonuspoint for ESG, da der gøres brug af ikke finansielle mål. Disse er dog ikke understøttet. Måltal er inkluderet, men der er ingen beskrivelse af disse, og der kunne beskrives mere detaljeret, hvordan det er opgjort.

Benchmarking:

Novo Nordisk gør brug af to grupper, hvor selskaberne er listet, og det er kort beskrevet, hvorfor de er udvalgt. Resultatet af begge benchmarking analyser er inkluderet, men der redegøres ikke for resultatet.

Ændringer:

Ændringerne er beskrevet, og der gives en forklaring på hvordan, men det er ikke opstillet i tabelform, og effekten er ikke oplyst, det vurderes derfor, at der med fordel kunne gives mere information, og præsentationen kunne være mere overskuelig (Novo Nordisk A/S, 2022).

Overordnet modtager Novo Nordisk's vederlagsrapport en score på 19 ud af 26 mulige. Der er mange områder, hvor Novo Nordisk's rapport er klar og tydelig, men for aktiebaseret vederlæggelse og for ændringer, er der mulighed for forbedringer.

9.1.2 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra A. P. Møller - Mærsk

Selskabet A. P. Møller - Mærsk er analyseret og har modtaget en score på 12. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

A. P. Møller Mærsk	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	3	2	2	2	0	1	0	0	2	12

Figur 10 - Undersøgelsesspørgsmål A. P. Møller Mærsk. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Tabel over underkategorier viser sammenhæng mellem kategorierne og selskabets strategi, og der indgår en beskrivelse for hver kategori, beskrivelsen er overordnet, og der gives ikke specifik information om, hvad hver kategori indeholder.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der inkluderes tabeller om tildelingen af aktier og værdien af disse. Der beskrives hvilken model, som anvendes for optionsprogrammet. Der er overordnet givet en forklaring om link mellem strategi og LTIP. Der informeres ikke om KPI'er, disses vægtning og opnåelsen af disse. Derfor er der væsentlig information, som er valgt ikke at inkluderes.

Benchmarking:

Der gives information i vederlagsrapporten om, at der foretages et review af Remuneration Committee, hvor peer gruppen analyseres, der er dog ingen information om hvem disse er, hvorfor de er udvalgt, og hvad resultatet af benchmarkinganalysen er.

Ændringer:

Ændringerne er beskrevet, og der gives en forklaring på hvorfor. Der er inkluderet en tabel, som viser target vederlag og faktiske vederlag. Der gives ikke information om effekten, og denne er ikke vist (A. P. Møller - Mærsk A/S, 2022).

Overordnet modtager A. P. Møller - Mærsk's vederlagsrapport en score på 12 ud af 26 mulige.

9.1.3 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Ørsted

Selskabet Ørsted er analyseret og har modtaget en score på 11. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Ørsted	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	3	2	3	3	0	0	0	0	N/A	11

Figur 11 - Undersøgelsesspørgsmål Ørsted. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Tabel over underkategorier viser sammenhæng mellem kategorierne og performancemål. Der er en overordnet beskrivelse af hver kategori, men der er flere detaljer, som ikke inkluderet bl.a. pensionsprocenten.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der inkluderes flere tabeller om LTIP, som viser: programmet, minimum og maksimum, udfyldelse af KPI, peer ranking, tildeling mv.

Selve programmet er opbygget om et KPI – TSR, og dette er beskrevet i vederlagsrapporten. Alle kategorierne er beskrevet, men der gives ikke beskrivelse af sammenhæng mellem LTIP og strategi, og der gøres ikke brug af ESG mål.

Benchmarking:

Der gøres kun brug af benchmarking i forbindelse med LTIP, og der beskrives derfor ikke om selve CEO lønnen sammenlignet med en peer gruppe.

Selvom der anvendes benchmark for KPI'et, er dette ikke formålet med undersøgelsesspørgsmålet, hvor der søges en benchmarking af selve lønnen mod en peer gruppe for at vurdere det samlede vederlag til CEO.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Ørsted A/S, 2022).

Overordnet modtager Ørsted's vederlagsrapport en score på 11 ud af 23 mulige.

9.1.4 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra DSV

Selskabet DSV er analyseret, og har modtaget en score på 8. Se nedenstående for fordeling af point, og for redegørelse af den givne score.

DSV	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1	2	1	2	0	1	0	0	1	

Figur 12 - Undersøgelsesspørgsmål DSV. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er inddelt i de anbefalede kategorier, og der gives en beskrivelse af hver kategori. Beskrivelsen er overordnet, og der er flere detaljer, som kunne havde været oplyst. Der er i bilagene en tabel, som viser fordelingen af de forskellige elementer.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der beskrives hvilken model, som er anvendt, og der en tabel, som viser minimum og maksimum uddeling. Det informeres, at der er tre overordnet KPI'er, men der gives ikke yderligere redegørelse for dem, og hvordan vægtningen er, yderligere er måltal ikke inkluderet. Information om skøn er ikke inkluderet. I bilagene er der en tabel, som viser hvor mange aktier, der er blevet tildelt og markedsværdien af disse. Der gøres brug af ESG-mål, men disse beskrives ikke. Sammenhæng mellem strategi og vederlag forklares ikke.

Benchmarking:

Der nævnes, at der foretages benchmarking mod en peergruppe, men hvem denne gruppe består af, og hvorfor de er udvalgt, er ikke oplyst. Derudover oplyses resultatet af benchmarkinganalysen ikke.

Ændringer:

Der skrives under afsnittet for LTIP, at der som følge af den nye vederlagspolitik er foretaget ændringer til bonussen, og derved tilføjet ESG mål. Effekten af dette, og en forklaring hvorfor er ikke inkluderet. Da information om ændring er præsenteret i et underafsnit, er det derudover også nemmere at overse informationen (DSV A/S, 2022).

Overordnet modtager DSV's vederlagsrapport en score på 8 ud af 26 mulige.

9.1.5 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Vestas Wind Systems A/S

Selskabet Vestas er analyseret og har modtaget en score på 13. Se nedenstående tabel for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Vestas Wind systems	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	2	2	3	2	0	2	0	2	N/A	13

Figur 13 - Undersøgelsesspørgsmål Vestas Wind Systems A/S. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er inkluderet en tabel, hvor underkategorierne vises, og hvilket beløb som er modtaget, Der er en beskrivelse for hver kategori. Der beskrives at den faste løn er konkurrencedygtig og har sammenhæng til selskabets strategi, men der er ikke en specifik kolonne, hvor der beskrives sammenhængen mellem kategorien og strategien for selskabet. Beskrivelsen er overordnet, og der fremgår ikke detaljeret, hvad hver kategori indeholder.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der er inkluderet flere tabeller om LTIP, herunder en tabel som viser KPI'erne. Der gives en beskrivelse af programmet, hvor der også informeres om minimum, target og maksimum. De individuelle måltal fremgår dog ikke. Alle kategorierne fremgår, men der er ikke beskrivelse af alle kategorier. ESG-mål og sammenhæng til strategien nævnes ikke.

Benchmarking:

Der benchmarkes op imod to grupper, og der forklares hvorfor, at dette foretages, derudover er resultatet inkluderet, og der er kommenteret på dette. Selve de selskaber, som indgår, i de valgte grupper er ikke oplyst.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Vestas Wind Systems A/S, 2022).

Overordnet modtager Vestas' vederlagsrapport en score på 13 ud af 23 mulige.

9.1.6 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Genmab A/S

Selskabet Genmab er analyseret, og har modtaget en score på 15. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Genmab	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	3	2	3	2	1	2	2	0	N/A	15

Figur 14 - Undersøgelsesspørgsmål Genmab A/S. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der fremgår i tabel med underkategorier i vederlagsrapporten, hvor der er en kort beskrivelse, og derudover formålet med denne kategori. Teksten i boksen er skrevet i punktform. Teksten

er skrevet kort, og der er detaljer, som ikke er inkluderet. Dette er bl.a. information om, hvor meget pensionsbidrag er, og hvor meget der gives til fri bil.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der inkluderes alle relevante tabeller om aktievederlæggelsen, derudover information om programmet, KPI'er er inkluderet i en tabel, men måltal er ikke inkluderet, og der gives ikke en beskrivelse af KPI'erne, derved er der ikke kommenteret på sammenhængen mellem KPI'er og strategi. Der fremgår ikke ESG-mål.

Benchmarking:

Der benchmarkes som en gruppe, og selskaberne i denne gruppe er listet. Der gives en detaljeret forklaring på, hvorfor de er udvalgt, de faktorer som er overvejet, og der kommenteres også på hvorfor, at et Nordisk eller Europæisk peer gruppe ikke vil være relevant for selskabet. Resultatet af benchmarking analysen fremgår ikke.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Genmab A/S, 2022).

Overordnet modtager Genmab's vederlagsrapport en score på 15 ud af 23 mulige.

9.1.7 Individuel analyse af 2020/21 vederlagsrapporten fra Coloplast

Selskabet Coloplast er analyseret, og har modtaget en score på 9. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Coloplast	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1	2	2	1	N/A	1	0	0	2	9

Figur 15 - Undersøgelsesspørgsmål Coloplast. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der fremgår ikke en tabel som kun viser underkategorierne i vederlagsrapporten, hvor der er beskrivelse af disse. Der er en tabel, som viser vederlaget fordelt på de forskellige kategorier. Der er en beskrivelse af hver kategori, denne fremgår ikke tydeligt, da alle kategorier er beskrevet under afsnittet "Composition of remuneration to members of Executive Management".

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der er flere modeller om den aktiebaseret vederlæggelse, både figurer som viser hvor meget denne udgør af den totale løn, og som viser tildelingen af aktier. Der informeres om hvilken model, der er anvendt til opgørelse af det variable vederlag, og hvordan denne er anvendt. Information om markedsværdien er kun opgjort på totalniveau og ikke for hver af kategorierne (tildeling, beholdning start.) Der er en fodnote, hvor der står hvilke elementer, som indgår i beregningen. Volatilitet beskrives ikke, og der gives ikke en beskrivelse for den risikofrie rente.

Derudover bemærkes det, at information om programmet findes flere forskellige steder i vederlagsrapporten. Sammenhæng til strategi og ESG-mål nævnes ikke.

Benchmarking:

Der benchmarkes mod en international peer gruppe, hvorfor dette er udvalgt, hvem disse selskaber er, og resultatet af analysen er ikke nævnt.

Ændringer:

Der er foretaget ændringer til lønpakke, og dette er beskrevet overordnet. Grundet for ændringen er ikke beskrevet, og der er ikke anvendt tabel eller figur for dette (Coloplast A/S, 2021).

Overordnet modtager Coloplast's vederlagsrapport en score på 9 ud af 23 mulige.

9.1.8 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Carlsberg

Selskabet Carlsberg er analyseret og har modtaget en score på 14. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Carlsberg	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	3	2	3	3	2	1	0	0	N/A	14

Figur 16 - Undersøgelsesspørgsmål Carlsberg. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Tabel over underkategorier viser sammenhæng mellem kategorierne, formålet, performance og vægtning, og der indgår en beskrivelse for hver kategori. Beskrivelsen er overordnet, og der gives ikke specifik information om, hvad hver kategori indeholder.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der er en tabel om KPI'er, hvor måltal indgår. Der indgår beskrivelse af selve KPI'en, dog ikke med sammenhæng til strategien, men hvor der at target og maksimum for måltallet. Der er en tabel, som viser beholdningen og tildelingen af aktier, og hvor meget disse udgør af lønnen. Information om til hvilken grad, måltal er nået, er ikke inkluderet, men der gives information om, hvordan performance har været. For måltallet TSR, listes de selskaber, som benchmarkes op imod. Der er ikke ESG mål som del af LTIP. Der gives derfor maksimumpoint for tabeller og for redegørelse af LTIP, hvor der indgår måltal.

Benchmarking:

Carlsberg beskriver i vederlagsrapporten, at der gøres brug af benchmarking som flere peers, men de selskaber, som indgår i disse grupper, oplyses ikke. Resultatet af analysen er ikke inkluderet, hvilket formodes at være grundet forklaring i vederlagsrapporten om, at de ikke søger udelukkende at være på linje med markedsbenchmarkes.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Carlsberg A/S, 2022).

Overordnet modtager Carlsberg's vederlagsrapport en score på 14 ud af 23 mulige.

9.1.9 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Tryg

Selskabet Tryg er analyseret og har modtaget en score på 12. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Tryg	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1	1	2	4	0	2	2	0	N/A	12

Figur 17 - Undersøgelsesspørgsmål Tryg. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er inkluderet en tabel som viser lønnen per kategori, der er opdelt i de underkategorier, som er anbefalet i vejledningen af Erhvervsstyrelsen, derudover er bil vist særskilt. Der er en fodnote på personalegoder, som kort forklarer, hvad dette er. Der er ikke en beskrivelse af de individuelle underkategorier, men der gives en beskrivelse af udviklingen af løn for direktionen sammenholdt med udviklingen for øvrige medarbejdergrupper i Tryg.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der er en tabel som viser KPI'er og deres vægtning, og hvordan performance har været. Der er også en tabel, som viser antal aktier, hvor der indgår information om deres værdi på tildelingstidspunktet. Der gives en forklaring af programmet, og der forklares om de KPI'er, som er valgt, og hvordan performance har været i det finansielle år. Der beskrives overordnet, at den variable aflønning har formål at sikre sammenfaldende interesse, og dette understøttes gennem den information, som er givet under hvert KPI. For de kvalitative mål er beskrivelsen meget overordnet, og der gives ikke sammen forklaring mellem mål og strategi. De faktiske måltal oplyses ikke, men der gøres brug af ESG-mål.

Benchmarking:

Der gøres brug af benchmarking, og der forklares, hvorfor selskaberne er udvalgt, og de individuelle selskaber listes. Der konkluderes, at lønnen er passende, men resultatet af benchmarking analysen er ikke inkluderet i rapporten.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Tryg A/S, 2022).

Overordnet modtager Tryg's vederlagsrapport en score på 12 ud af 23 mulige.

9.1.10 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Novozymes

Selskabet Novozymes er analyseret, og har modtaget en score på 13. Se nedenstående for fordeling af point, og for redegørelse af den givne score.

Novozyμες	Undersøgelsesspørgsmål								Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking		Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	
Score	3	3	2	2	0	1	0	0	
									2
									13

Figur 18 - Undersøgelsesspørgsmål Novozymes. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Novozyμες gør brug af en tabel, som viser underkategorierne, hvor der i tabellen er en beskrivelse af hver underkategori, og hvordan dette har sammenhæng til performance og strategien. Inddeling i underkategorier følger de underkategorier, som er anbefalet af Erhvervsstyrelsen. I beskrivelsen af hver underkategori, fremgår også oplysninger om, hvad maksimum er. Selvom der anvendes en tabelform, er der lang forklaring i hver boks, dette er med til at øge detaljeringsgraden.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der gøres brug af tabeller som viser aktierne og optionerne. Der er en beskrivelse af programmerne, hvor der forklares om programmet og overordnet om KPI'erne. Detaljeret information om KPI'erne, målsætningen for disse, vægtningen af disse, og udfyldelsen af disse fremgår ikke af rapporten. For aktieoptionerne fremgår der ikke information om, hvilken model som er anvendt, og de skøn som indgår. Der gøres brug af ESG-mål.

Novozymes har i rapporten inkluderet en tabel med KPI'er og vægtningen af disse for STIP-programmet. Denne tabel kunne med fordel også gøres brug af for LTIP-programmet.

Benchmarking:

Der gøres brug af benchmarking, da dette nævnes i tabellen om lønkategorier. Der skrives at der sammenlignes mod to grupper, men hvorfor de er udvalgt, hvilke selskaber som er i disse grupper, og resultatet fremgår ikke.

Ændringer:

Ændringer er skrevet i en boks separat, hvor denne boks har en anden farve end den resterende tekst, hvilket skaber et blikfang. Der gives en detaljeret beskrivelse af ændringen, og årsagen til at ændringen foretages. Der gøres ikke brug af tabel til af vise ændringen, og effekten ved ændringen vises ikke (Novozymes A/S, 2022).

Overordnet modtager Novozymes's vederlagsrapport en score på 13 ud af 26 mulige.

9.1.11 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Danske Bank

Selskabet Danske Bank er analyseret og har modtaget en score på 12. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Danske Bank	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	2	2	3	2	2	1	0	0	N/A	12

Figur 19 - Undersøgelsesspørgsmål Danske Bank. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Tabel med underkategorierne er inkluderet i rapporten. I tabellen er en beskrivelse af hver kategori. Beskrivelsen inkluderer, hvad hver underkategori indeholder. Der redegøres ikke for størrelsen af hver kategori eller for sammenhæng til strategi.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Danske Bank har et betinget aktieprogram, hvor tildeling er ud fra TSR, som det eneste mål. Der er inkluderet en tabel, som viser, hvad tildeling er for hver rank. Der er inkluderet en liste med hvem, som benchmarkes mod. Beskrivelse af TSR som KPI er kort og overordnet. Der yderligere inkluderet en tabel med de tildelte aktier og værdien af disse. LTIP beskrives, men der er ikke inkluderet ESG-mål, og sammenhængen til strategi forklares ikke. Måltallene fremgår, da dette er baseret på en ranking af TSR målt mod en peer gruppe, hvor selskaber i denne gruppe er listet.

Benchmarking:

Der er foretaget en ekstern benchmarking analyse af CEO-lønnen, men der gives ikke information om, hvem der har foretaget analysen, hvem der er sammenlignet med, og hvad resultatet af analysen er.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Danske Bank A/S, 2022).

Overordnet modtager Danske Bank's vederlagsrapport en score på 12 ud af 23 mulige.

9.1.12 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Demant

Selskabet Demant er analyseret og har modtaget en score på 9. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Demant	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1	2	1	3	N/A	1	0	0	1	9

Figur 20 - Undersøgelsesspørgsmål Demant. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

I vederlagsrapporten fra Demant er der tabeller, som viser løn for hver underkategori. Der er ikke informeret om hver underkategori og hvad kategorien indeholder. Der er i rapporten beskrevet overordnet om vederlaget, og der er et afsnit i rapporten, hvor der specifikt skrives om sammenhæng med vederlaget og selskabets strategi.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Demant har et aktiebaseret vederlæggelsesprogram, og programmet beskrives overordnet. Der er ikke et specifikt afsnit i rapporten, hvor dette beskrives. Der er inkluderet en tabel, der viser antal aktier tildelt. Der er i aktieprogrammet ikke KPI'er. Beskrivelse er overordnet, og der forklares ikke hvor mange aktier, som tildeles og redegørelse for dette. Sammenhæng mellem LTIP og strategi er beskrevet.

Benchmarking:

Der er foretaget benchmarkinganalyse, men der gives ikke information hvilke grupper og selskaber der sammenlignes med, hvorfor disse er udvalgt og resultatet af benchmarkinganalysen,

Ændringer:

Der er foretaget enkelte ændringer til lønpakken, dette er beskrevet i punktform. Ændringerne er beskrevet, men der er ikke redegørelse hvorfor eller effekten af ændringerne. Derudover indgår disse ændringer som en del af et andet afsnit (Demant A/S, 2022).

Overordnet modtager Demant's vederlagsrapport en score på 9 ud af 23 mulige.

9.1.13 Individuel analyse af 2020/21 vederlagsrapporten fra Chr. Hansen

Selskabet Chr. Hansen er analyseret og har modtaget en score på 10. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Chr. Hansen	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	2	3	3	2	0	0	0	0	1	11

Figur 21 - Undersøgelsesspørgsmål Chr. Hansen. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

I vederlagsrapporten er inkluderet en tabel over underkategorierne, hvor der indgår information om hver kategori og niveau, derudover en beskrivelse af hvor stort beløbet er. Der er beskrivelse af alle kategorier, men beskrivelserne er overordnet i tabellen. Der er dog beskrivelse af hver kategori udover den i tabellen, hvor der også gives link til strategien.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der gøres brug af et betinget aktieprogram, og der er inkluderet tabeller om tidligere års KPI'er, indeværende års KPI'er og udfyldelsen af disse, derudover er der en tabel over aktierne og værdien af disse. Selve beskrivelsen af programmet er kort og overordnet, og der skrives ikke om valget af KPI'er, link til strategi, og der gøres ikke brug af ESG-mål.

Benchmarking:

Der gives i vederlagsrapporten ikke oplysninger om benchmarking.

Ændringer:

Der er ikke ske ændringer til lønpakken, men der er i året sket ændringer af ledelsesmedlemmerne (Chr. Hansen Holding A/S, 2021).

Overordnet modtager Chr. Hansen's vederlagsrapport en score på 10 ud af 23 mulige.

9.1.14 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Pandora

Selskabet Pandora er analyseret og har modtaget en score på 14. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Pandora	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	2	2	3	2	0	2	2	1	N/A	14

Figur 22 - Undersøgelsesspørgsmål Pandora. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

I vederlagsrapporten er inkluderet en tabel over underkategorierne, hvor der indgår information om hver kategori. Der er beskrivelse af alle kategorier, men beskrivelserne er overordnet i tabellen. Der gives yderligere information i teksten, som fremgår ved siden af tabellen.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Pandora har et betinget aktieprogram, og der er i vederlagsrapporten inkluderet tabeller om minimum og maksimum. Der en tabel, som viser tidsforløbet, KPI'er og vægtning. Der er en tabel om de tildelte aktier og værdien af disse. Der er beskrivelse af programmet, og hvordan tallene vil blive behandlet. KPI'erne er nævnt, men de faktiske måltal er ikke inkluderet, og der gøres ikke brug af ESG-mål. Sammenhæng til strategi er ikke inkluderet.

Benchmarking:

Benchmarking for Pandora er udført af en ekstern part; Willis Towers Watson. Der gives information om, hvem der er valgt, hvorfor de er valgt, og hvilke selskaberne, som er udvalgt, er listet. Resultatet er inkluderet. Der skrives kort om resultatet, men der redegøres ikke for resultatet.

Ændringer:

Der er ikke ske ændringer til lønpakken (Pandora A/S, 2022).

Overordnet modtager Pandora's vederlagsrapport en score på 14 ud af 23 mulige.

9.1.15 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Rockwool

Selskabet Rockwool er analyseret og har modtaget en score på 7. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Rockwool	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1	2	2	1	0	1	0	0	N/A	7

Figur 23 - Undersøgelsesspørgsmål Rockwool. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er ikke en tabel, som viser underkategorierne og en beskrivelse af disse, men der er en tabel, som viser vederlaget fordelt på kategorierne. Der er i tekstform en beskrivelse af hver underkategori. Beskrivelsen giver indblik i overordnede retningslinjer og informationen om, hvad hver underkategori indeholder, kunne være mere detaljeret. Selve beløbsgrænse eller procentgrænse er ikke angivet for alle kategorier.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Rockwool gør brug af et betinget aktieprogram og aktieoptioner. Der er en tabel over tildelingen af aktier og værdien af disse. Der er en beskrivelse af programmet, men der oplyses ikke om KPI'er, ligesom der ligeledes ikke informeres om model for aktieoptioner og disse skøn. Der skrives, at formålet med programmet er at understøtte strategien, men hvordan er ikke oplyst.

Benchmarking:

Der er udført benchmarkinganalyse, men hvem som er relevante og hvorfor er ikke inkluderet, ligeledes er resultatet af benchmarkinganalysen ikke inkluderet.

Ændringer:

Der er ikke ske ændringer til lønpakken (Rockwool A/S, 2022).

Overordnet modtager Pandora's vederlagsrapport en score på 7 ud af 23 mulige.

9.1.16 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra ISS

Selskabet ISS er analyseret og har modtaget en score på 14. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

ISS	Undersøgelsesspørgsmål								Total	
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking				Beskrivelse af ændringer
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3		4.1
Score	3	2	3	2	1	1	0	0	2	14

Figur 24 - Undersøgelsesspørgsmål ISS. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er en tabel over underkategorierne, hvor der gives information om underkategorien, niveau og performance mål. Der gives en beskrivelse for hver, og det vurderes, at beskrivelsen er overordnet.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Aktieprogrammet beskrives, og der gøres brug af en tabel, der viser KPI'erne, grænserne, hvad dette udløser og hvem, der benchmarkes mod. Der er ikke ESG-mål. Der skrives af formålet med programmet er at understøtte strategien, men hvordan er ikke oplyst.

Benchmarking:

Der er udført en benchmarkinganalyse, og resultatet af denne var en lønstigning. Hvordan analysen er foretaget, og hvem, som er peergruppen, er ikke oplyst. Resultatet af analysen er ikke inkluderet, der forklares blot, at der på baggrund af dette er sket lønstigning.

Ændringer:

Der er foretaget ændringer til bonusprogrammerne. Ændringerne er beskrevet detaljeret, der gives dog ikke oplysninger om, hvilken effekt ændringen har (ISS A/S, 2022).

Overordnet modtager ISS's vederlagsrapport en score på 14 ud af 26 mulige.

9.1.17 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra GN Store Nord

Selskabet GN Store Nord er analyseret og har modtaget en score på 12. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

GN Store Nord	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	3	2	3	3	N/A	1	0	0	N/A	

Figur 25 - Undersøgelsesspørgsmål GN Store Nord. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er en tabel over underkategorierne, hvor der gives information om underkategorien, niveau og performance mål. Der gives en beskrivelse for hver, og det vurderes, at beskrivelsen er overordnet.

Aktiebaseret vederlæggelse:

GN Store Nord gør brug af et aktieoptionsprogram. Der er inkluderet flere tabeller over programmet, Der beskrives hvilken model, som anvendes, og skøn er inkluderet og der gives en kort redegørelse. Der er ikke KPI'er, men der er en multiplikator efter programmet, som gør, at beløbet kan falde eller stige. Denne er beskrevet og redegjort for. ESG-mål og strategi forklares ikke.

Benchmarking:

Der er udført en benchmarkinganalyse. Resultat, hvem og hvorfor er ikke inkluderet.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (GN Store Nord A/S, 2022).

Overordnet modtager GN Store Nord's vederlagsrapport en score på 12 ud af 20 mulige.

9.1.18 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Royal Unibrew

Selskabet Royal Unibrew er analyseret og har modtaget en score på 12. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Royal Unibrew	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	3	2	3	3	0	1	0	0	N/A	12

Figur 26 - Undersøgelsesspørgsmål Royal Unibrew. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er en tabel over underkategorierne, hvor der gives information om underkategorien, niveau og performance mål. Der gives en beskrivelse for hver, og det vurderes, at beskrivelsen er overordnet.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Royal Unibrew har et betinget aktieprogram, hvor der indgår både finansielle og ESG-mål. Der indgår en beskrivelse af programmet, og KPI'erne er listet, men der er ikke angivet måltal. Der er tabeller, der viser KPI'er for programmerne år for år og en tabel, som viser tildelingen og værdien af disse. Der gives ikke link mellem programmet og selskabets strategi.

Benchmarking:

Der er udført en benchmarkinganalyse. Resultat, hvem og hvorfor er ikke inkluderet.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Royal Unibrew A/S, 2022).

Overordnet modtager Royal Unibrew's vederlagsrapport en score på 12 ud af 23 mulige.

9.1.19 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Jyske Bank

Selskabet Jyske Bank er analyseret og har modtaget en score på 4. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Jyske Bank	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1	1	N/A	N/A	N/A	0	0	0	2	4

Figur 27 - Undersøgelsesspørgsmål Jyske Bank. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er ingen tabeller eller figurer, der viser lønnen fordelt på underkategorier. Der gives kun en kort beskrivelse af lønnen, og der fordeles ikke på underkategorier.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Jyske Bank har ikke et aktieprogram, hvorfor denne ikke er relevant.

Benchmarking:

Benchmarking nævnes ikke i rapporten.

Ændringer:

Der er foretaget ændring til lønpakken. I 2021 er der sket ændring til engangsbetalt. Det beskrives, at det er gældende for alle, og beløbet angives. Årsagen til ændringen forklares ikke (Jyske Bank A/S, 2022).

Overordnet modtager Jyske Bank's vederlagsrapport en score på 4 ud af 15 mulige.

9.1.20 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Bavarian Nordic

Selskabet Bavarian Nordic er analyseret og har modtaget en score på 11. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Bavarian Nordic	Undersøgelsesspørgsmål								Total	
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking		Beskrivelse af ændringer		
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3		4.1
Score	2	2	2	2	N/A	1	1	1	N/A	11

Figur 28 - Undersøgelsesspørgsmål Bavarian Nordic. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er inkluderet en tabel over underkategorierne, hvor der gives en beskrivelse af disse. Beskrivelsen er overordnet, men dog er der en beskrivelse for hver kategori.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der er et aktieoptionsprogram, der er inkluderet en tabel om tildelingen og værdien af aktierne. Der er en beskrivelse af programmet, hvor modellen nævnes. Skøn er ikke inkluderet.

Benchmarking:

Der er foretaget benchmarkinganalyse, der er angivet, at peergruppen er alle i C-25 indekset, hvilket er en offentlig tilgængelig liste. Resultatet er inkluderet. Der er ikke en redegørelse for hvorfor C-25 er valgt eller for resultatet.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Bavarian Nordic A/S, 2022).

Overordnet modtager Bavarian Nordic's vederlagsrapport en score på 11 ud af 20 mulige.

9.1.21 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Netcompany

Selskabet Netcompany er analyseret og har modtaget en score på 13. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

Netcompany	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	2	2	3	2	2	1	1	0	N/A	13

Figur 29 - Undersøgelsesspørgsmål Netcompany. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er ikke inkluderet en tabel over underkategorierne, men der er en tabel, som viser lønnen fordelt på underkategorier. Der gives en beskrivelse af hver kategori i tekstform. Beskrivelsen er overordnet.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Netcompany har et betinget aktieprogram. Der gives en beskrivelse af programmet og de skøn, som der er. KPI'erne og selve måltal beskrives, og der angives i en tabel, hvordan udfyldelsen af disse har været. Der er ikke beskrivelse af sammenhæng mellem strategi, og der anvendes ikke ESG-mål. Der er en tabel over tildelingen og værdien af aktierne.

Benchmarking:

Der gøres brug af benchmarking, og der redegøres for hvem, som er peergruppen. Selve resultatet er ikke inkluderet, men der kommenteres på at niveauet af løn er passende.

Ændringer:

Der er ikke foretaget ændringer til lønpakken (Netcompany Group A/S, 2022).

Overordnet modtager Netcompany's vederlagsrapport en score på 13 ud af 23 mulige.

9.1.22 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra Ambu

Selskabet Ambu er analyseret og har modtaget en score på 8. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

AMBU	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	1	2	2	1	0	1	0	0	1	

Figur 30 - Undersøgelsesspørgsmål Ambu. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er en tabel over underkategorierne, hvor der gives information om underkategorien, niveau og performance mål. Der gives en beskrivelse for hver, og det vurderes, at beskrivelsen er overordnet.

Aktiebaseret vederlæggelse:

AMBU gør brug af 3 forskellige aktieoptionsprogram. Der er ikke inkluderet flere tabeller over programmet. Der beskrives hvilken model, som anvendes, og et KPI er inkluderet, men ikke måltallet for opnåelsen. Dagsværdien af hver tildeling er oplyst for hvert program.

Ingen måltal eller link til strategi er beskrevet.

Benchmarking:

Der er udført en benchmarkinganalyse. Resultat, hvem og hvorfor er ikke inkluderet.

Ændringer:

Ændringer til lønpakken er beskrevet (Ambu A/S, 2021).

Overordnet modtager Ambu's vederlagsrapport en score på 8 ud af 20 mulige.

9.1.23 Individuel analyse af 2021 vederlagsrapporten fra FLSmidth & Co

Selskabet FLSmidth er analyseret og har modtaget en score på 11. Se nedenstående for fordeling af point og for redegørelse af den givne score.

FLSmidth & co.	Undersøgelsesspørgsmål									Total
Kategori	Underkategorier		Aktiebaseret vederlæggelse			Benchmarking			Beskrivelse af ændringer	
Nr.	1.1	1.2	2.1	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	4.1	
Score	2	2	2	2	0	1	0	0	2	

Figur 31 - Undersøgelsesspørgsmål FLSmidth & Co. Kilde: egen tilskrivning

Underkategorier:

Der er inkluderet tabel over underkategorierne, hvor der gives en beskrivelse af disse. Beskrivelsen er overordnet, men der er beskrivelse for hver kategori.

Aktiebaseret vederlæggelse:

Der er en tabel over underkategorierne, hvor der gives information om underkategorien, niveau og performance mål. Der gives en beskrivelse for hver, og det vurderes, at beskrivelsen er overordnet.

Aktiebaseret vederlæggelse:

FLSmidth gør brug af et aktieoptionsprogram. Der er inkluderet flere tabeller over programmet. Der beskrives, hvilken model som anvendes, og KPI'er er inkluderet, og der gives en kort redegørelse for vægtningen af disse. Dog ikke måltallet for opnåelsen. Yderligere er dagsværdien af hver tildeling oplyst.

Ingen måltal eller link til strategi er beskrevet.

Benchmarking:

Benchmarking nævnes ikke i rapporten.

Ændringer:

Ændringer til lønpakken er beskrevet (FLSmidth & Co A/S, 2022).

Overordnet modtager FLSmidths vederlagsrapport en score på 11 ud af 20 mulige.

9.2 Analyse af C-25 selskaberne, komparativ

Nedenstående foretages analysen af de fire (4) undersøgelses spørgsmål: (I)

Vederlagskomponenter, (II) Aktiebaseret vederlæggelse, (III) benchmarking og (IV)

Ændringer til lønkompositionen beskrevet i vederlagsrapporten. Alle ovennævnte selskaber er inkluderet i hvert spørgsmål. Der kan dog være selskaber, hvor spørgsmål II og IV ikke har relevans for givne selskaber, hvorfor disse er taget ud og beskrevet hvorfor.

9.2.1 Har selskabet beskrevet deres vederlags underkategorier?

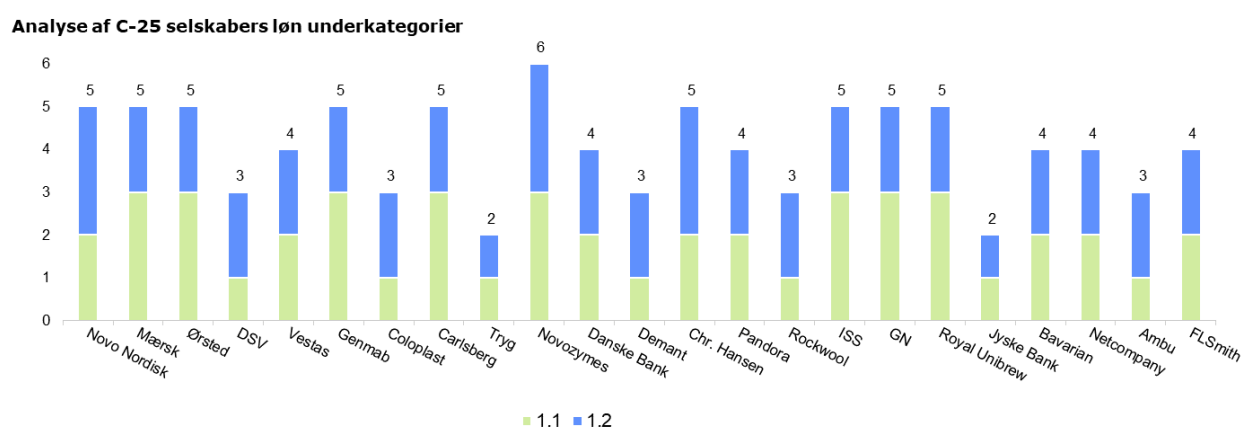
Analysen af de forskellige vederlagskomponenter fremkommer nedenfor i sektion. Alle 23 selskaber er inkluderet, da dette er minimumskriterier for selskaberne. Som beskrevet ovenfor, skal selskaberne som minimum beskrive disse eller lignende underkategorier; Gager, Variable løn komponenter (både lang og kort fristet), pensionsordning og andre goder. Hvis der er andet løn af væsentlig grad såsom en given afskedigelsesbonus eller lignende, som er givet i året, skal denne også beskrives som en særskilt komponent.

9.2.1.1 Analyse af undersøgelsesspørgsmål.

Selskaberne har beskrevet underkategorierne for vederlaget f.eks. fast løn, variabel løn såsom bonus m.m. enten i form af tekst, tabel eller i kombination. Dermed er de to undersøgelsesspørgsmål i forhold til underkategori:

1. Indeholder vederlagsrapporten figur eller tabeller omkring underkategorierne
2. Indeholder vederlagsrapporten tekst omkring underkategorierne

Via nedenstående figur kan det aflæses, hvad hvert selskab har modtaget af samlet point,



Figur 32 - Analyse af c-25 selskabers vederlags underkategorier. Kilde: egen tilvirkning

Der er kun ét selskab, som ikke har opdelt deres udbetaling af vederlag i underkategorier, som er Jysk Bank, da de kun udbetaler fast vederlag. Endvidere har de ingen figur eller tabel inkluderet i rapporten på trods af anbefaling fra Erhvervsstyrelsen. Selskabet kunne have beskrevet de forskellige elementer, som indgår i det faste vederlag såsom pension, andre goder m.m., hvormed de kun har opnået to point for deres beskrivelse af underkategorier.

Et andet selskab, som kunne forbedre deres rapport i forhold til underkategorier, er Tryg A/S, som ikke har inkluderet nogle figurer eller tabeller angående vederlagsopbygningen. Derudover er der flere tekststykker, som kræver grundig gennemlæsning for at forstå vederlagsafløbningen.

Det kan diskuteres, om dette er den korrekte metode, da nogle kritikere kunne argumentere for, om læserne har et behov for en grundig introduktion til hver underkategori. Dette skyldes, at nogle af underkategorierne kan anses for at være underforstået f.eks. pension. I denne analyse er der langt vægt på, at alle underkategorier er beskrevet fyldestgørende, hvormed brugerne af rapporten har alle nødvendige informationer, hvis et underkategorielement ikke er beskrevet, kan selskabet ikke modtage tre point. Endvidere,

skaber sammenholdelsen af underkategorier og KPI'er et let og forståeligt overblik over, hvordan lønningerne er sammensat, derfor dette har medført tre point.

Overordnet har ni selskaber modtaget en score på fem point, da disse selskabers oplysninger om underkategorier er fyldestgørende. To af disse selskaber er Royal Unibrew og Carlsberg, da de har sammenholdt underkategorier og KPI'erne på en overskuelig måde. I den nedenstående tabel kan det aflæses, hvordan Royal Unibrew og Carlsberg har overskueliggjort sammenkoblingen mellem underkategorierne og KPI'erne, hvilken vægtning KPI'erne har, hvormed der skabes et overblik over, hvad selskaberne gerne vil have ledelsen skal fokusere på. Det skal noteres, at Thomas Thune Andersen i interviewet har kommenteret, at det ikke er nødvendigt med vægtningerne, men mere tilkoblingen, dermed vil det ikke være vægtningen, som skaber transparens, men tilkoblingen mellem underkategorierne og KPI'erne.

Remuneration of the Executive Management

Table 4: Executive Management Remuneration Elements

Elements	Remuneration policy	Award level	Performance targets
Fixed remuneration ("base salary")	The fixed base remuneration is intended primarily to attract and retain members of the Executive Management with the professional and personal competences required.	According to the Remuneration Policy, the intended relative proportion of the base salary is 44.0% of the total annual remuneration.	
Ordinary bonus ("short-term")	The ordinary cash bonus is intended to secure that the Company achieves its short-term objectives. Cash bonus is granted subject to achievement of financial and non-financial targets measured annually.	According to the Remuneration Policy, the target and maximum of the cash bonus is 26.5% of the total annual remuneration. An ordinary cash bonus may not exceed 60% of the base salary.	The weighted financial and non-financial KPIs for 2021: - EBIT (70%) - Free cash flow (15%) - ESG rating (15%)
Share-based incentive plan ("long-term")	The long-term bonus is intended to ensure the achievement of the Company's long-term targets. The long-term cash bonus is earned over a multi-year period, typically over a three-year period.	According to the Remuneration Policy, any long-term cash bonus and the value of conditional shares at the time of granting combined may not for the multi-year period in question exceed two thirds of the annual base salary per year of the person in question. The target and maximum of the share-based incentive program is 29.5% of the total annual remuneration.	Performance conditions are measured over a three-year period. The number of shares granted depends on four KPIs: - Organic EBIT (45%) - Accumulated Free cash flow (15%) - ESG performance (15%) - Share price development (25%)
Other benefits	A number of work-related benefits are made available to the Executive Management including a company car, phone, newspaper etc. and the Executive Management members are covered by Royal Unibrew's usual insurance schemes such as accident and life insurance.		

Figur 33 - Royal Unibrew underkategorier (Jyske Bank A/S, 2022)

Hermed kan det læses, at Royal Unibrew har fokus på EBIT, likviditet og ESG, hvor det både er langsigtet og kortsigtet mål. Dette skaber et klart og tydeligt overblik for læseren.

Elements of executive directors' remuneration

Element of pay	Objective	Award level	Performance criteria for 2021	Weighting	Performance period
Fixed salary	Attract and retain high-performing individuals by reflecting market value of role and executive's skills and experience. Reward day-to-day performance. Set at a level to prevent over-reliance on variable pay.	Takes into account the market rate for similar roles in comparable international companies as well as executive's skills and experience. See Remuneration Policy, section 3.A.	No performance criteria per se, but the performance of the individual is taken into account when fixed salary levels are reviewed.	N/A	Financial year.
Benefits	Operate a competitive benefits suite to aid recruitment and retention.	Perquisites and other benefits corresponding to market practices. See Remuneration Policy, section 3.B.	N/A	N/A	N/A
Pension	Executives make their own provision for retirement.	N/A. See Remuneration Policy, section 3.B.	N/A	N/A	N/A
Annual bonus plan	Drive and reward delivery of short-term business objectives.	Maximum bonus opportunity is 100% of fixed salary. Bonus opportunity at target is 60% of fixed salary. See Remuneration Policy, section 3.C.	- Organic operating profit - Addressable cash flow - Organic revenue growth - Funding the Journey - ESG	35% 25% 10% 10% 20%	Financial year.
Long-term incentive plan	Drive and reward delivery of longer-term business objectives. Maximise alignment with shareholder value.	The maximum level of long-term incentive award granted in 2021 is 255% of fixed salary for the CEO and 210% for the CFO, based on the face value of the award at the grant date. See Remuneration Policy, section 3.C.	- Relative total shareholder return (TSR) - Growth in adjusted EPS at constant currencies - Organic revenue growth - ROIC at constant currencies	25% 25% 25% 25%	3 years with 3-year vesting.

Figur 34 - Carlsberg underkategorier (Carlsberg A/S, 2022)

Via den ovenstående figur kan det aflæses, at der er forskel på, hvad Carlsberg har fokus på kortsigtet og langsigtet. Hvor selskabet på kortsigt fokuserer på organisk driftsoverskud, har selskabet på langsigt fokus på organisk omsætningsvækst. ESG og likviditet er noget som selskabet fokuserer på kortsigtet, hvorimod der langsigtet fokuseres på aktieafkastet og afkastningsgraden (ROIC).

I interviewene har flere parter udtrykt, at det kan være svært at informere om langsigtede KPI'er i vederlagsrapporterne, da disse kan være forretningshemmeligheder. Det er dermed værd at bemærke, at Carlsberg og Royal Unibrew konkurrerer på samme marked inden for bryggeri og drikkevarer. Det kan være, at der er nogle andre forhold, som gør sig gældende for disse selskaber, hvormed de ikke er så følsomme overfor at informere om performance kriterier for langsigtede KPI'er.

Endvidere er der selskaber, som har beskrevet KPI'erne detaljeret per ledelsesmedlem, hvormed de ikke har koblet det til underkategorierne, men per bestemt ledelsesmedlem dermed skabes der transparens på anden måde. For ikke at udlade at analysere disse selskabers transparens og gennemsigtighed vil disse blive vurderet i nedenstående sektion.

Novozymes scorer 6 point, som den eneste i analysen. Årsagen hertil skyldes, at selskabet har formået at beskrive hver lønkomponent klart og tydeligt. Yderligere har selskabet formået at

skabe en korrelation mellem lønkomponenterne og strategi.

Component	Description	Relative and Normal Proportion and Maximum Level	Link to Performance and Strategy
Base salary	Base salaries are set based on the role, responsibilities and experience of the individual. Salaries are reviewed annually. Base salary is a fixed amount of money generally paid monthly through bank transfer.	No maximum limits apply but salaries are set in line with comparable Danish and European peers and taking into account the individual's skills, experience and performance.	A competitive base salary is paid in order to attract and retain high-quality and experienced executives and to provide appropriate remuneration for the important roles they play at Novozymes. This is required to support the recruitment and retention of executives of the caliber required to implement Novozymes' strategy. Any increases in base salary will normally be in line with the range of increases awarded to other employees of Novozymes. Salary increases in Denmark, which is where the Executive Management is based, are particularly relevant, as they reflect local economic conditions. Increases may exceed this level under special circumstances.
Benefits	Members of the Executive Management may have a number of work-related benefits at their disposal, including a company car, fuel/power allowance, free internet, free telephony, relevant insurances, training, relevant media subscriptions, personal tax return preparation and other benefits related to their position.	Benefits may not exceed 10% of the total remuneration assuming full allocation. The scope and level of individual benefits are set in line with comparable Danish and European peers.	Provides a market-competitive level of benefits to attract and retain high-quality and experienced executives. The level of benefits will not be set to drive performance as that will primarily be driven by the variable remuneration.
Pension	Members of the Executive Management participate in a defined contribution pension scheme where the company makes a set contribution to each executive's pension plan and where benefits are based on the amounts credited to these accounts through employer contributions plus any investment earnings on the account balance.	Employer pension contributions of up to 11% of base salary.	Provides a market-competitive level of post-employment benefits provided to attract and retain high-quality and experienced executives.
Short-term incentive program (STIP)	Annual cash bonus, the size of which depends on the degree of fulfillment of financial targets set by the Board of Directors and individual targets previously agreed with the Board of Directors. STIP is a variable amount of money within the stated maximum generally paid yearly through bank transfer.	The annual cash bonus may not exceed a maximum STIP threshold of nine and a half (9.5) months' base salary. Target performance is normally 65% of the maximum STIP threshold. The STIP is not pensionable.	The purpose of the STIP is to enable the alignment of pay with performance by incentivizing year-on-year delivery on rigorous short-term financial, strategic and operational objectives selected to support Novozymes' annual business strategy and the ongoing enhancement of shareholder value. The STIP encourages and focuses each executive's efforts to deliver on Novozymes' strategic priorities for the relevant financial year and rewards the executive for achieving stretched performance objectives. The performance measures chosen for each year are expected to have a significant impact on the success of Novozymes.
Long-term incentive program (LTIP)	Annual awards of performance shares and/or market-value share options that provide significant alignment of the interests of executives and shareholders. Share awards vest after three years and share option awards vest after four years subject to the achievement of challenging performance targets linked to Novozymes' business strategy, long-term goals and sustainability. The mix of shares and share options is determined by the Board of Directors, and the LTIP may be based entirely on shares, entirely on share options or any mix in between. Under special circumstances, and if deemed appropriate by the Board of Directors, the stock-based incentive program can fully or partly be substituted with a similar long-term cash-based incentive program.	Annual LTIP awards of up to a maximum of nineteen (19) months' base salary (fair value at conditional grant). The final release being dependent on the degree to which performance criteria have been reached. Target performance is normally 65% of the maximum LTIP. Further, awards may be scaled back if the intrinsic value on final grant exceeds twice (2x) the full value at conditional grant. The LTIP is not pensionable.	The purpose of the LTIP is to enable the alignment of pay with performance, with emphasis on long-term shareholder value. This is done by focusing the executives' efforts on the achievement of sustainable long-term value creation, including through the appropriate management of business risks. The LTIP also encourages retention through long-term share exposure for the executives over the three-year performance period and the four-year vesting period for share options. It aligns the long-term interests of the executives and Novozymes' shareholders.

Figur 35 - Novozymes underkategorier (Novozyymes A/S, 2022)

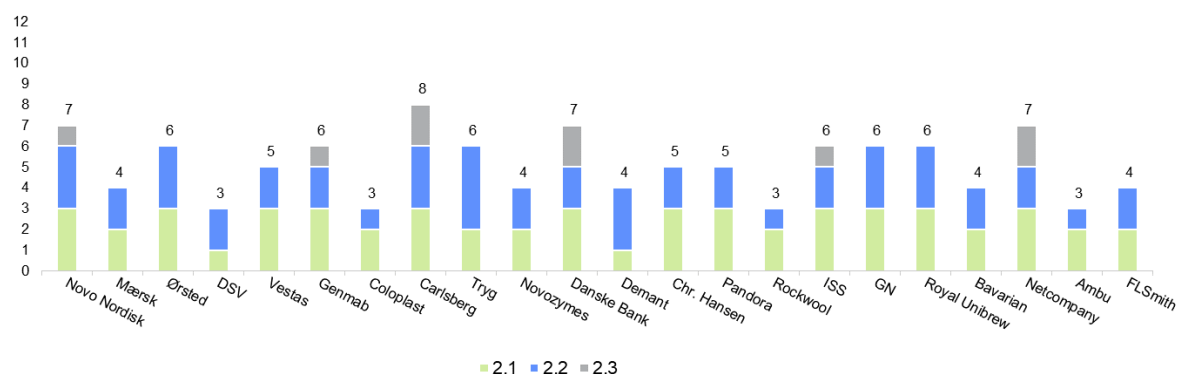
Det kan dog konkluderes, at i forhold til underkategorier har selskaber, som beskriver alle underkategorier og sammenholdelse af KPI'er og underkategorier været bedre til at skabe gennemsigtighed og transparens.

9.2.2 Har selskabet beskrevet deres aktiebaseret vederlæggelse, deres tilhørende skøn og KPI'er. Er måltal for KPI'et beskrevet?

Analysen af aktievederlæggelser fremkommer nedenfor. 22 selskaber er inkluderet. Jyske Bank er det eneste selskab i C-25, som ikke har aktievederlæggelse. Der henvises til ovenfor for beskrivelsen af, hvad der som minimum skal være inkluderet, og hvordan scoren er defineret. Yderligere er dårlige og gode scorer beskrevet i dybden for at vise, hvilke elementer som hhv. er gode og mindre gode.

9.2.2.1 Analyse af undersøgelsesspørgsmål

Analyse af C-25 aktievederlæggelse information



Figur 36 - Analyse af C-25 aktievederlæggelse information. Kilde: egen tilvirkning

I) Analysens konklusioner noterer, at de fleste selskaber scorer mellem to og tre point på spørgsmål (I) i forhold til figurer eller tabeller i rapporten. Selskaberne præsenterer deres aktievederlagsprogrammer, som Erhvervsstyrelsen anbefaler sådan at information formidles overskueligt og gennemsigtigt. Baseret på interviews af bruger af rapporterne og analysen af C-25 selskaber noteres det, at for meget information og prosa kan mindske gennemsigtigheden. Denne struktur bliver skabt af figurer og tabeller. Det kan blandt andet bemærkes, at et selskab som Genmab anvender meget prosa i deres rapport. Dette kan gemme de vigtigste budskaber. Genmab har god og værdifuld information, og de beskriver deres KPI'er forståeligt og tydeligt, men linket til strategien bliver mistet i beskrivelsen.

Rapporten beskriver:

“Because the RSU performance targets are sensitive competitive information, the metrics and achievement levels will be disclosed after completion of the performance period.” (Genmab A/S, 2022).

En rapport, som viser overskuelige KPI'er, og hvordan disse er sat sammen, er Carlsberg, som viser det i en tabel.

Long-term incentive plan – targets for 2021-2023

Measure	Description	Performance condition measured over the three financial years 2021-2023
Relative total shareholder return (TSR)	TSR measures the total return to investors. The Group's TSR performance will be measured relative to a comparator group of 14 companies ¹ .	25% of the TSR element vests if the Group's TSR performance is at median of the peer group's¹. 100% vests for upper-quartile performance. - Straight-line vesting between median and upper quartile.
Adjusted EPS growth	Adjusted EPS growth targets measure the Group's underlying financial success.	25% of the adjusted EPS at constant currencies element vests for 3% p.a. growth. 100% vests for 7% p.a. growth. - Straight-line vesting between 3% p.a. and 7% p.a.
Organic revenue growth	Organic revenue growth is a measure of the Group's ability to deliver on our strategic priorities.	25% of the organic revenue element vests for 1.5% p.a. growth. 100% vests for 4.5% p.a. growth. - Straight-line vesting between 1.5% p.a. and 4.5% p.a.
Growth in ROIC	Growing ROIC is a key financial metric reflecting our ability to drive a positive development in shareholder returns.	25% of the ROIC at constant currencies element vests at 9.0% in 2023. 100% vests at 10.0% in 2023. - Straight-line vesting between 9.0% and 10.0% in 2023.

¹ TSR comparator group: Kirin Holdings, Davide Campari-Milano, Rémy Cointreau, Asahi Group Holdings, Companhia Cervecerias Unidas, Diageo, Heineken, Ambev, Brown-Forman, Pernod-Ricard, Sapporo Holdings, Anheuser-Busch Inbev, Molson Coors Brewing and Royal Unibrew.

Figur 37 - Carlsberg lang fristede incimentsprogram (Carlsberg A/S, 2022)

(II) I forhold til spørgsmålet her, så har de fleste selskaber beskrevet KPI'er og sammensætning forståeligt og sat i system som ovenstående fra Carlsberg. Dette gør det klart og tydeligt, og det er også sådan, at Erhvervsstyrelsen beskriver det i deres anbefalinger i vejledningen. Dermed er det i lighed med den måde som Erhvervsstyrelsen anbefaler.

De væsentligste mangler for de fleste selskabers rapport skyldes linket mellem det variable vederlag og strategi og ikke opfyldelsen af måltal. Der mangler generelt en forståelse af, hvad ledelsen arbejder hen imod. KPI'er kunne for eksempel være "Earnings per share" and Omsætning/EBITDA vækst. Dette beskriver ikke forholdet til selskabet langsigtede ønskede resultater.

Baseret på analysen er Genmab og Carlsberg beskrevet yderligere nedenfor.

Genmab har brugt meget tekst på at beskrive, hvorfor strategi, men ikke hvordan vederlag, reelt bliver koblet til strategien. Genmab er det selskab i Danmark, som beskriver mest, og som har den længste vederlagsrapport. Dette kan påvirke helhedsbilledet af rapporten, eftersom relevant information kan blive glemt i tekststykkerne.

Baseret på interview med investor fra hegdefunden St. Petri Michal Danielewicz anvender han ikke vederlagsrapporterne i hans virksomhedsanalyse arbejde. Dog hvis der var en one-pager inkluderet i rapporten, hvor alt relevant information om vederlag står beskrevet, så ville dette være giveligt. Genmab laver et sådan overblik, som også er anbefalingen af Erhvervsstyrelsen.

2021 Total Compensation at a Glance

The table below summarizes the compensation provided to our Executive Management officers for 2021:

Name, Position (DKK million)	Fixed Pay and Benefits			Variable Pay – Performance Based			Total Compensation
	Base Salary	Defined Contribution Plans	Other Benefits	Annual Bonus Cash	Annual Bonus RSUs	Share-Based Compensation	
Jan van de Winkel, Chief Executive Officer	7.9	1.1	0.6	7.9	1.8	25.0	44.3
Anthony Pagano, Chief Financial Officer	18%	3%	1%	18%	4%	56%	100%
Anthony Mancini, Chief Operating Officer	3.2	0.1	-	1.9	0.4	11.2	16.8
Judith Klimovsky, Chief Development Officer	19%	1%	-	11%	2%	67%	100%
Tahamtan Ahmadi, Chief Medical Officer ¹	3.9	0.1	3.1	2.3	0.5	11.3	21.2
Total - DKK	22.3	1.5	3.7	16.6	3.7	65.9	113.7
Total - Proportion	20%	1%	3%	15%	3%	58%	100%

¹ Effective March 1, 2021, Tahamtan Ahmadi, previously Senior Vice President, Head of Oncology, was appointed Executive Vice President and Chief Medical Officer, Head of Experimental Medicines.

Figur 38 - Genmab compensation (Genmab A/S, 2022)

Årsagen til at rapporten scorer højt skyldes tre efterfølgende punkter. **(a)** Genmab' 2021 "Goal assesment". Her beskriver Genmab specifikt, hvad KPI'en (strategien for året) er og i et interval, hvordan dette mål er opnået.

2021 Goal Assessment – Financial Goals (20%)

Priorities	Outcome
Performance Metrics for Financial Goals - Manage expense and revenue to meet publicly disclosed guidance targets - Maintain up-to-date commercial understanding of daratumumab program - Achieve launch forecast of Tivdak in the U.S. - DARZALEX net sales in 2021 (Target USD 5.2 billion)	Significant over achievement; net sales of DARZALEX by Janssen were USD 6.0 billion in 2021 with maximum target bonus earned

Figur 39 . Genmab KPI (Genmab A/S, 2022)

(b) Genmab har fulgt Erhvervsstyrelsens anbefalinger i forhold til, hvordan aktieoptionsprogrammer skal præsenteres. Selskabet beskriver selve programmet hvilken beregningsmodel (Black-Scholes), som de anvender og de forskellige informationer omkring tildelinger og udnyttelseskursen. Genmab har dog udeladt følgende information, som Erhvervsstyrelsen anbefaler, forventet volatilitet, Risikofrie rente, forventet udbytte procent, forventet løbetid og aktiekurs på tildelingstidspunktet. **(c)** Genmab beskriver overordnet deres formål med optionsprogrammerne, jf. nedenfor. Selskabet kan godt blive mere eksplicitte i deres præsentation af strategi, men det er struktureret beskrevet i rapporten, hvorfor dette er et positivt punkt.

"(i) Enables Genmab to offer an internationally competitive compensation package to attract and retain qualified members of the Executive Management and this supports the long-term performance of the Company (ii) Incentive to increase the long-term performance and success of Genmab and foster commonality of interest between Executive Management and shareholders (iii) Incentivizes executives over the longer term to deliver longterm performance which is aligned to strategy and the creation of shareholder value over the long-term" (Genmab A/S, 2022)

Carlsberg beskriver deres KPI'er detaljeret. Yderligere beskriver selskabet hvorfor de har anvendt de KPI'er. Dog ligesom ved Genmab mangler der eksplicitte i hvordan linket til strategien helt præcist er. Dette bliver forbedret af Carlsberg ved, at de beskriver detaljeret omkring deres KPI'er.

" We use a performance share scheme based on four metrics to measure the success of our strategic priorities, including our ability to drive revenue and earnings growth through

premiumisation, pricing and volume growth, and continued execution of efficiency improvements and cost reductions.” (Carlsberg A/S, 2022)

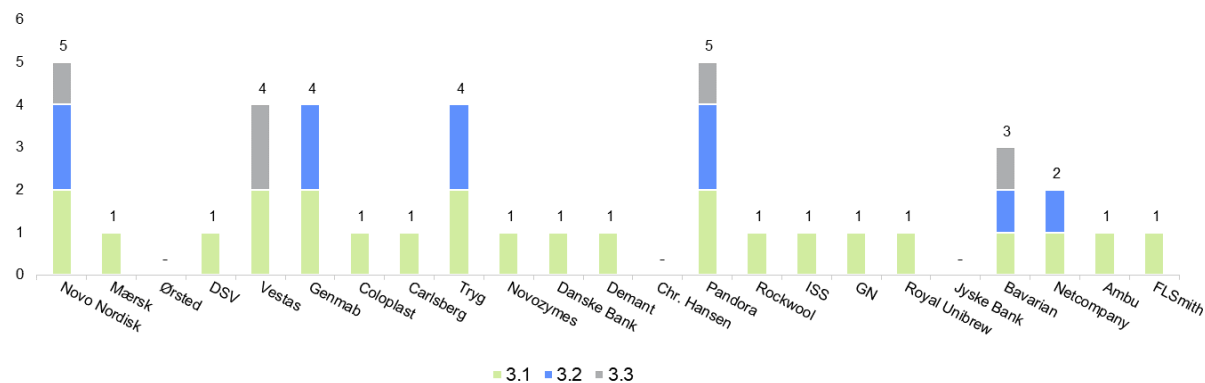
Carlsberg anvender et optionsprogram, hvori selskabet beskriver beregningsmodel (Black-Scholes) informationerne omkring tildelinger og udnyttelseskursen. Carlsberg har dog udeladt volatilitet, risikofrie rente, forventet udbytte procent, forventet løbetid og aktiekurs på tildelingstidspunktet. Carlsberg præsenterer markedsværdien af hvert program for hver person, hvilket er med til at skabe en reel gennemsigthed af det variable vederlag medlemmer for.

9.2.3 Anvender selskabet benchmark og herunder beskrevet de benchmark elementer som indgår?

Analysen af benchmarking fremkommer nedenfor. Alle selskaber er inkluderet uanset om man har beskrevet omkring dette eller ej. Dette element anses for at være et vigtigt punkt for vurdering af transparens i rapporten. Der henvises til ovenfor i sektionen for beskrivelsen af hvad der som minimum, skal være inkluderet, og hvordan scoren er defineret. Yderligere er dårlige og gode scorere beskrevet i dybden for at vise hvilke elementer, som hhv. er gode og mindre gode.

9.2.3.1 Analyse af undersøgelsesspørgsmål

Analyse af C-25 selskabers benchmark information



Figur 40 - Analyse af C-25 selskaber benchmark information. Kilde: egen tilvirkning

- (I) Analysen viser, at selskaberne i C-25 generelt ikke beskriver omkring benchmark andet end, at selskaberne foretager en benchmark analyse i relation til arbejdet med vederlagsfastlæggelse for eksempel som nedenstående beskrevet af

Coloplast:

“The remuneration is determined based on a benchmark against relevant Danish and international peers and is reviewed by the Remuneration and Nomination Committee and approved by the Board of Directors annually.” (Coloplast A/S, 2021)

Ambu:

“The Remuneration Committee ensures that the fixed salary of the Executive Management is competitive and reasonable, in view of Ambu’s financial position and development, based on e.g. benchmarking against European peer companies of similar size and complexity” (Ambu A/S, 2021)

Coloplast og AMBU gør her som mange af de selskaber, som får et point i spørgsmål 1. Selskaber beskriver, at de foretager en benchmark analyse, men ikke hvordan, hvilke metoder og hvordan de vælger de selskaber, som skal sammenlignes med. Coloplast beskriver, at de sammenligner mod danske og internationale peer selskaber. Dette er dog ikke konkret i forhold til hvilke selskaber, hvilket gør, at en læser ikke får den nødvendige gennemsigtighed. Definitionen af et peerselskab er bredt og dermed ikke konkret. En peer kan være et selskab af samme størrelse, eller som opererer i samme industri.

Formålet med benchmarkinganalysen i vederlagsrapporten er at give den nødvendige information til at danne et grundlag for interessenterne for at se, om de selskaber, som lønkomponenterne bliver sammenlignet med, er relevante for det givne selskab. Denne information er mangelfuld i de fleste C-25 selskabers vederlagsrapporter.

Der er givet nul point til tre selskaber i spørgsmål 1; Jyske Bank, Chr. Hansen Holding og DSV. Disse selskaber oplyser ingen information i relation til benchmarking i deres vederlagsrapport, end ikke at de benchmarker mod sammenlignelige selskaber. Som minimum bør aktionærene og andre interessenter forvente, at en benchmarkinganalyse bliver foretaget af selskabet, hvorledes kan en lønkomposition ellers vurderes.

(II) Der er kun seks ud af 23 selskaber som i analysen scorer mellem et og to point i spørgsmål 2. Årsagen hertil skyldes, at ingen af de andre 16 selskaber beskriver hvilke selskaber, som bliver sammenlignet. Omkring 75% af selskaber beskriver ikke hvilke selskaber, som de benchmarker mod. Denne information må antages at være den vigtigste, og dermed den som giver mest gennemsigtighed for brugerne af vederlagsrapporter. Uden denne

information kan brugerne ikke selv vurdere, om lønnen er vurderet og fastsat på en korrekt baggrund i forhold til strategien, og hvordan selskabet ser sig selv.

Der er to selskaber, som scorer 1 point, eftersom de beskriver hvilke selskaber, som de sammenlignes med, men det er ikke til et anbefalelsesværdigt niveau og ej heller foretaget i forhold til den af vores fastsatte objektive metode.

Bavarian Nordic beskriver følgende:

“A benchmark performed in 2021 against all companies in the Danish C-25 index showed that the total remuneration of the Executive Management in Bavarian Nordic (2020 levels) was in the lower quartile” (Bavarian Nordic A/S, 2022)

Selskabet er specifikt i forhold til, at det er de danske selskaber i C-25, som bliver benchmarket mod. Der gives et point, eftersom denne sammenligning kan vurderes for bred. At Bavarian Nordic sammenligner sig med Novo Nordisk, DSV og Mærsk, som er væsentligt større selskaber, og med flere ledelseslag må antages ikke at ramme rigtig. Dermed er konklusionen som oplyst af Bavarian Nordic forventet at de ligger i den lave ende af vederlagsniveauet.

Der er fire selskaber, som scorer 2 point, eftersom de beskriver, hvilke selskaber de sammenligner med, og metoden er sammenligninger, og informationen er på et anbefalelsesværdigt niveau

Tryg oplyser, at de sammenligner med europæiske forsikringsselskaber og oplyser de selskaber samt en specifik portefølje af selskaber i det danske OMX C-25 selskaber. Disse oplysninger sikrer den nødvendige gennemsigtighed for vederlagsbrugeren

Pandora oplyser, at de sammenligner med europæiske og danske peerselskaber, og så oplyser de specifikt selskaberne, både de danske og europæiske selskaber. Disse oplysninger sikrer den nødvendige gennemsigtighed for vederlagsbrugeren. Pandora oplyser, at de anvender et konsulenthus til at foretage en uafhængig analyse af peerselskaber. Denne oplysning styrker analysen, eftersom den er foretaget uafhængigt af eksperter på området.

¹ European benchmarking peer group 2021: Inditex, Kering, EssilorLuxottica, adidas, Richemont, H & M, PUMA, Moncler, Swatch, Burberry, Dufry, Hugo Boss, ASOS, TOD'S

² Danish benchmarking peer group 2021: Novo Nordisk, DSV, Maersk, Vestas Wind Systems, Coloplast, Genmab, Carlsberg, Novozymes, Demant, Chr. Hansen, Rock-Wool Group, GN Store Nord, AMBU, Netcompany, Royal Unibrew, Lundbeck, SimCorp, ISS, Bavarian Nordic, FLSmidth & Co.

Figur 41 - Pandora peer selskaber (Pandora A/S, 2022)

Novo Nordisk har den bedste og mest informative præsentation af benchmarking i analyseparameteret. Novo Nordisk beskriver med en halv side, hvordan de foretager analysen, og hvilke selskaber de sammenligner med. Dermed viser Novo Nordisk, at den information ikke kræver meget prosa, men blot den rette information. Novo Nordisk beskriver at de kigger på **branchen** "Pharma", **geografien** europæiske selskaber og **størrelsen** af selskaberne ved at beskrive "similar to Novo Nordisk in size". Yderligere anvender de også specifikke selskaber i OMX C-25 indekset. Hvorfor de punkter, som vores analyser har identificeret, er anvendt af Novo Nordisk. I nedenstående figur kan deres benchmark analyse ses.

3.3 Executive remuneration benchmark

Executive remuneration is evaluated annually against relevant benchmarks of Nordic general industry companies and European pharma companies similar to Novo Nordisk in size, complexity, and market capitalisation.

The peer groups against which executive remuneration were assessed for 2021 are identical to those applied for Board remuneration benchmarking and comprised the following (set in May 2021):

European pharma peer group - eight pharma companies listed in Europe selected based on headcount, revenue, and market capitalisation: AstraZeneca, Bayer, GlaxoSmithKline, Merck KGaA, Novartis, Roche, Sanofi and UCB.

Nordic general industry peer group - 14 Nordic companies selected based on market capitalisation and/or revenue: A.P. Møller-Mærsk, Assa Abloy, Atlas Copco, Carlsberg, Coloplast, Equinor, Ericsson, Kone, Nokia, Novozymes, Sandvik, UPM-Kymmene, Volvo and Ørsted.

Figur 42 - Novo Nordisk benchmark (Novo Nordisk A/S, 2022)

(III) Der er fire selskaber, som konkluderer på deres benchmarkinganalyse. Alle tre selskaber konkluderer i et interval, hvordan analysen blev foretaget.

- Novo Nordisk er her også mest informativ i deres oplysninger, eftersom de danner 2 konklusioner på baggrund af deres to analyser (i) Europæiske Pharma og (ii) Nordisk generelle industrier. I Europæiske Pharma er de i den lave ende, hvor imod de i den nordiske generelle industrier er i den høje ende.
- Pandora beskriver at CEO-løn niveauet er under det kompetitive lønniveau for selskaber af sammen størrelse og kompleksitet. Dermed vurderes det, at deres analyse af vederlagsniveauet er i den lave ende.
- Bavarian Nordic beskriver at lønniveauet er i den lave ende af C-25 selskaberne.
- Vestas beskriver, at de er positioneret på markedsniveau for fast løn og i den øvre kvartil for total compensation. Yderligere konkluderer de, at det er det rette niveau for deres ledelse.

Et notat til Ørsted og andre selskaber som anvender total shareholder returns (TSR) som en KPI til variabel vederlæggelse, og hvor denne KPI ser mod peer selskaber og deres TSR resultater. Denne del er ikke inkluderet i ovenstående analyse, eftersom TSR ikke har direkte korrelation til den overordnede benchmarkinganalyse. Den er kun for shareholder returns og det specifikke KPI og ikke for de totale vederlagskomponenter. Dermed fortæller den ikke, hvordan lønniveauet er i forhold til peers.

9.2.4 Hvis der er foretaget ændringer til lønpakken, er dette så beskrevet i vederlagsrapporten?

Analysen af de ændringer til lønpakken fremkommer nedenfor. Der henvises til ovenfor for beskrivelsen af, hvad der som minimum skal være inkluderet, og hvordan scoren er defineret. Yderligere er dårlige og gode score beskrevet i dybden for at vise, hvilke elementer som hhv. Er gode og mindre gode.

9.2.4.1 Analyse af undersøgelsesspørgsmål

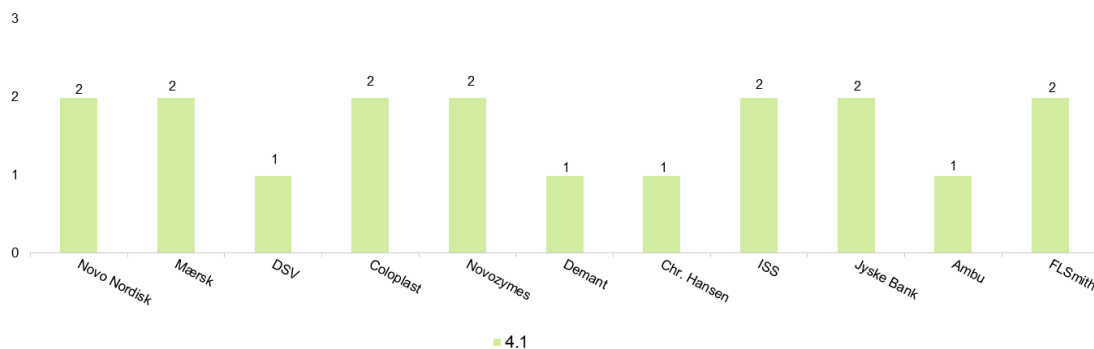
Det er ikke alle selskaber, som har haft ændringer til deres lønpakker, hvormed disse selskaber er ekskluderet fra analysen. Det gælder for følgende selskaber:

1. Carlsberg
2. Danske Bank
3. Genmab
4. GN Store Nord
5. Netcompany

6. Rockwool
7. Tryg
8. Vestas
9. Ørsted
10. Chr. Hansen
11. Pandora
12. Royal Unibrew
13. Bavarian

For de resterende C-25 selskaber er der lagt vægt på, om selskaberne har gjort det let og forståeligt for læseren, at der har været ændringer, og hvilke ændringer der er foretaget.

Analyse af C-25 selskabers beskrivelse af ændringer til lønkompositionen



Figur 43 - Analyse af selskaberne beskrivelse af ændringer til lønkompositionen. Kilde: egen tilvirkning

Baseret på den ovenstående figur kan det aflæses, at de vederlagsrapporter, som har informeret om ændringer på en let og forståelig måde, er Mærsk, Coloplast og FLSmith, hvorimod Chr. Hansen Holding kunne have forbedret deres information omkring ændringerne.

Chr. Hansen Holding har kun modtaget et point, da ændringen kun er beskrevet i den første del af rapporten under introduktionen fra formanden for vederlagskomiteen. Dermed kunne denne information være overset af brugerne af rapporten, hvis de ikke havde læst alle sektioner af rapporten. Ændringen er, at der er inkluderet et ESG-mål i KPI'er fremadrettet i selskabet. Det er en ændring, som er forbundet med lønnen, hvormed dette burde have været oplyst i andre sektioner af rapporten også.

FLSmith har oplyst om samme ændring via den nedenstående tabel i deres vederlagsrapport, hvormed interessenterne kan danne et overblik over KPI'erne og hvilke

ændringer, der har været til disse. Det er grundlaget for at selskabet har modtaget to point. Læseren af rapporten kan danne et overblik over hvilke ændringer, der er foretaget til KPI'erne.

KPI programme 2021 overview

KPI	Weight
EBITA-margin	50,0%
TSR	40,0%
Mission Zero	10,0%

KPI programme 2020 and 2019 overview

KPI	Weight
EBITA-margin	50,0%
NWC ratio	50,0%

Figur 44 - FLSmidth KPI oversigt (FLSmidth & Co A/S, 2022)

Coloplast har informeret om ændringerne, som skaber transparens og gennemsigtighed, som på side tre af deres årsrapport informerer om alle ændringer, som er foretaget. Brugeren af rapporten kan danne et overblik over hvilke ændringer, der er foretaget.

Main activities during 2020/21

During the past year, the Committee has engaged itself in a number of activities in addition to its normal tasks per the Committee Charter, including:

- Redesigning the short-term incentive structure for the Executive Leadership Team to include one or more sustainability targets.
- Proposing a new candidate to the Board of Directors as one board member has decided not to seek re-election.
- Conducting the annual board self-assessment.

Approved Remuneration Policy

An updated Remuneration Policy was adopted at the Annual General Meeting in December 2020 including the following key changes:

- The annual cash bonus potential for members of Executive Management has increased from 25% of fixed pay to 35% of fixed pay.
- A threshold of 20% on the value of non-monetary benefits to members of Executive Management has been introduced.

Advisory vote on the Remuneration Report at the Annual General Meeting

The Remuneration Report for 2019/20 was approved at the Annual General Meeting held on 3 December 2020 without comments.

Figur 45 - Coloplast ændringer mellem år (Coloplast A/S, 2021)

Flere selskaber har benyttet sig af samme metode, hvor side tre i rapporterne er benyttet til at oplyse om ændringerne fra forrige år. Det er dog ikke alle selskaber, som har modtaget tre point, da alle oplysninger har ikke været tilstrækkelig for læseren til at danne et komplet overblik over hvilke ændringer, der er foretaget, og hvad ændringerne indebærer. Det har eksempelvis været tilfældet med selskaberne Novo Nordisk og Mærsk.

Igennem interviewet med Novo Nordisk er det blevet oplyst, at der har været større ændringer til lønmodellen, hvor det især har været ændringer til pensionsbetalinger til ledelsen. Det vurderes derfor at være svært at belyse disse ændringerne på en let og forståelig

måde, uden at læseren mister overblikket. Det kan være svære at skabe et overblik over for læseren, når der har været større ændringer til lønmodellen end ændringer i elementer såsom KPI og dens vægtning. Hvis selskaber, med større ændringer, skal have en højere karakter, burde de kunne skabe et bedre overblik overfor læseren angående ændringerne fra forrige år, hvad ændringen skyldes, og hvilken effekt det har. Her kan anbefalingerne fra Erhvervsstyrelsen benyttes, hvor de burde overveje at benytte tabeller eller figurer i rapporten, som skaber et overblik over ændringerne og deres effekt på vederlaget i selskabet.

En anden metode er benyttet af Novozymes, som har placeret informationerne markeret i en anden farve, hvormed læseren hurtigt kan identificere, at der har været nogle ændringer grundet den visuelle forskel i rapporten. Dette vurderes at være effektivt, da læseren vil blive opmærksom på de ændringer, som har været til lønændringerne.

Changes to the LTIP 2020 program	
During 2020 the world was significantly impacted by the COVID-19 pandemic and so was Novozymes' business. When the long-term incentive-based program covering the performance period 2020-2022 (LTIP 2020) was defined and the performance targets were set this impact was not accounted for.	performance by having sufficiently stretched but realistic performance targets for the program, and in order to ensure continued motivational impact of the LTIP 2020 program, while at the same time maintaining the purpose of the program as a retention tool and to recognize the true value generation through the period, it has been decided to adjust the targets for sales growth and economic profit for LTIP 2020 program as follows:
LTIP 2020 has targets for the total economic profit, the average organic sales growth, as well as non-financial targets for the three-year period 2020-2022. While Novozymes progressed well towards the non-financial targets in 2020, Novozymes did not progress as well during 2020 towards the targets for sales growth and economic profit. Consequently, based on a review of the three components of the LTIP 2020 program, the two financial targets representing 80% of the weight are currently not expected to contribute to any LTIP award due to the 2020 performance, and only the non-financial targets are expected to contribute, resulting in a current expected allocation of 15% of max LTIP potential.	- For the two financial KPI's (80% weight), the target allocation and max potential will be reduced by one third. From a performance perspective, the year 2020 is likewise disregarded as it represents a truly extraordinary year from a market condition and financial results perspective. - The non-financial targets (20% weight) are left unchanged, i.e. covering the full 3-year period.
The Board of Directors has reviewed 2020-21 performance and progress as well as the financial outlook for 2022 and recognizes that 2020 was an exceptional year due to the extraordinary impact from the COVID-19 pandemic. The Board of Directors acknowledges that the purpose of the LTIP 2020 shall continue to be to align remuneration with	As a result of these adjustments, the aggregate target performance for LTIP 2020 would result in an allocation of 48% of max allocation against an original target allocation of 65% and a max allocation of 73% of the original 100% maximum.
	The final number of shares and share options to be granted to each participant for the LTIP 2020 are determined after the three year performance period and will include the impact of the adjustment made.

Figur 46 - Novozymes aktievederlæggelse. (Novozyms A/S, 2022)

Novozymes har modtaget to point for denne metode. Teksten indeholder større tekstprosa, som kunne have været mere koncist og præcist skrevet. Baseret på interviewet med Anders Folmer fra ATP behøver selskaberne ikke have lange rapporter og større styk prosa, da det i visse tilfælde mindsker transparensen og værdiskabelsen, da det medfører, at der fjernes fokus for vederlaget.

Det kan konkluderes, at ikke alle selskaber har haft ændringer til deres vederlagspolitik. Dog har selskaberne, som har haft ændringer, informeret læseren tilstrækkeligt omkring ændringerne. Igennem informationerne har været muligt at skabe et overblik over de væsentligste ændringer, der har været i disse selskabers vederlagsstruktur. Analysen har dog belyst, at større ændringer i vederlagspolitikken er svære at beskrive, hvormed der burde være større fokus på formidlingen og forståeligere ændringer f.eks. ved at benytte tabel eller figur.

9.3 Analyser af nøgletal for en måde at kunne sammenligne vederlag på.

Denne analyse har til formål at fremstille en analyse af forskellige nøgletal for på den måde at kunne sammenligne vederlagskompositionen i det enkelte selskab mod andre selskaber. Dette element er en måde at forbinde tallene til en reel benchmarking mellem selskabernes ledelsesaflønnning. Nedenstående analyse er foretaget baseret på interviews med forskellige eksperter og bruger af vederlagsrapporter. Ud fra på deres inputs er forskellige vinkler og holdninger til disse nøgletal belyst, hvorfor en detaljeret analyse er foretaget.

Martin Faarborg beskriver, at han ser nøgletal som en måde at forstå udviklingen i lønnen for ledelsen mod den generelle lønudvikling i selskabet/koncernen som helhed.

Baseret på Martin Faarborgs beskrivelser kan være svært at sammenholde forskellige nøgletal mellem selskaber eftersom den operationelle natur af hvert selskab er forskellige. Dette gør, at lønkompositionen er anderledes. Hvis man bruger nøgletal, som en udviklingsforklaring i stedet, vil dette også kunne bruges som et element for interessenter at forstå lønniveauet i selskabet. Eksempelvis hvis CEO-ratio (CEO-løn mod gennemsnitlig antal ansatte løn) stiger fra 15 i 2020 til 20 i 2021, vil det være en klar forventning, at denne udvikling blev beskrevet.

Anne Louise Eberhardt beskriver følgende omkring nøgletal: CEO-ratio er et blandt mange nøgletal, men ikke altid passende at bruge. Her skal der overvejes benchmarking, da der er forskel på selskaberne og sammensætningen af medarbejdere. En virksomhed med mange ufaglærte ansatte vil f.eks. ikke kunne sammenlignes med en virksomhed med højtuddannede

medarbejdere og med helt specielle kompetencer. Anne Louise lægger stor vægt på, at der er plads til forskellighed og den situationsbetingede vinkel, men er også enig i, at der bør sættes standarder for rapportering mv.

Thomas Thune Andersen beskriver følgende omkring nøgletal: CEO-ratio er et nøgletal, som kan fortælle noget om gearingsforholdet, men denne ratio er unuanceret.

Der er selskaber som anvender nøgletal i deres vederlagsrapportering for på den måde at beskrive niveauet af lønningen. Selskaberne anvender en ratio af CEO-lønnen sammenlignet med den gennemsnitlige løn i forhold til koncerns fuldtidsækvivalenter af ansatte (FTE). Det er et krav fra Erhvervsstyrelsen at vise det børsnoteret selskab gennemsnitsløn per FTE:

”Vederlagsrapporten skal indeholde oplysninger om den årlige ændring af de enkelte ledelsesmedlemmers aflønning, i selskabets resultater og i den gennemsnitlige aflønning på grundlag af fuldtidsækvivalenter af andre ansatte i selskabet end ledelsesmedlemmer som minimum for det rapporterede regnskabsår” (Erhvervsstyrelsen, 2022a).

Analysen af nøgletal er udvidet til følgende analyser

- CEO ift. CFO-løn
- CEO sammenlignet med størrelse (Omsætning og markedsstørrelse)
- CEO sammenlignet med brancher.
 - Finansielle virksomheder (Banker og forsikringsselskaber)
 - Medicinalindustrien
 - Forbruger selskaber
 - Industrial sektoren.

Analysen har til formål at identificere om disse nøgletal har mulighed for at give kontekst til lønniveauet. Yderligere til at kunne konkludere på fairness eller niveauet af lønkompositionen for dermed at kunne sammenligne i forhold til mellem selskaber og dermed at kunne skabe værdi for interessenterne af rapporten.

Formålet er ikke, at vi skal konkludere på fairness eller niveauet af lønkompositionen, men at må disse nøgletal kan skabe mere gennemsigtighed for interessenter for dermed at overskueliggøre sammenligningen mellem selskaber

Vi har anvendt selskaberne i C-25 indekset til at sammenligne på tværs.

Ulempen ved kun at anvende C-25 selskaber er, at konklusionen ikke vil kunne extrapoleres ud til andre børsindekse. Fordelen er at C-25selskaber er anvendt i alle andre analyser i denne rapport og dermed anvendes som support til konklusionerne. Analysen af nøgletal skal dermed ses i kontekst af, at analysens konklusioner potentielt vil have anderledes udkom givet at data inputtet udvides til andre markeder.

CEO ift gns. antal løn til ansatte.

Dette nøgletal kan analyseres på 2 måder, hvilket Erhvervsstyrelsen også ligger op til i deres vejledning. (I) Den gennemsnitlige løn for samtlige ansatte i koncernen eller (II) Den gennemsnitlige løn for ansatte kun i det børsnoteret selskab. Vi henviser til nedenstående figur 47 for den statiske gennemgang heraf.

For at regne ratioen mellem CEO-kompensationen og den gennemsnitlige aflønning per medarbejder, har vi identificeret totale lønomkostninger og divideret disse med gennemsnitlige antal FTE'er for hele koncernen og moderselskabet.

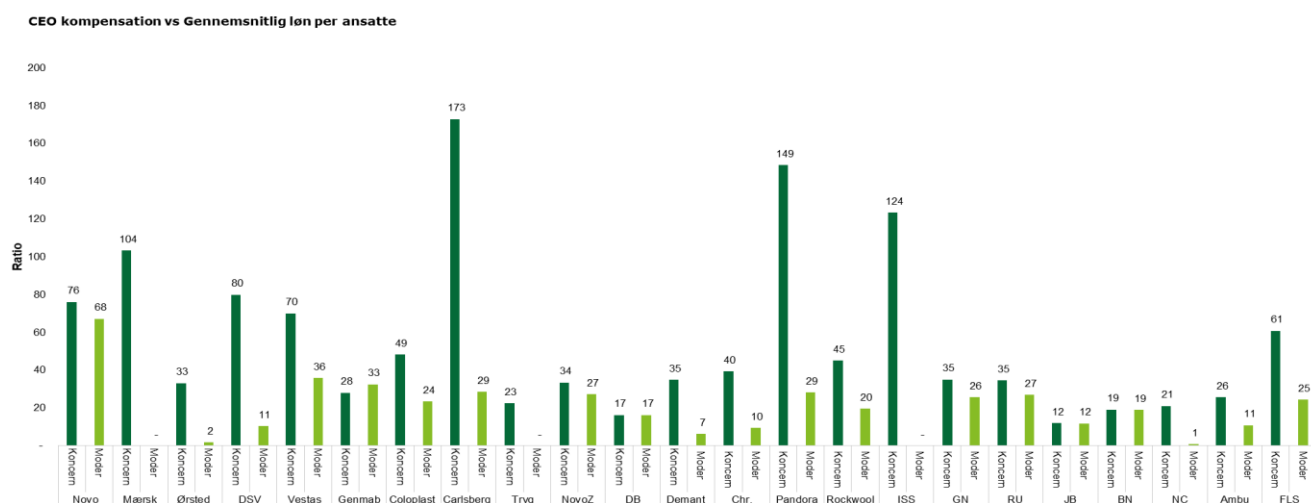
Koncern:

Baseret på ratioerne kan det konkluderes, at gennemsnittet er af alle selskaber CEO-ratioer er 59, og at der kun er otte selskaber, som er over gennemsnittet. Blandt årsagerne til niveauet på 59 er at der er selskaber tre som har mere end dobbelt så højere ratioer end gennemsnittet - Carlsberg 173, Pandora med 149 og ISS med 124. Hvis disse tages fra, er gennemsnittet 42. Yderligere kan det identificeres, at der er relativ stor spredning mellem selskaberne, hvilket gør sammenligningsgraden dårligere.

Moder:

Baseret på ratioerne kan det konkluderes, at gennemsnittet er 22, og at der er otte selskaber, som er over gennemsnittet. Der er yderligere tre selskaber (Mærsk, Tryg og ISS) som ikke har offentlig gjort informationer i moderselskabet for dermed at kunne analyser på dette. Naturen af moderselskaberne er også væsentlige forskellige. Novo Nordisk moderselskab er et driftsselskab med 16.851 gennemsnitlige antal ansatte i 2021 hvorimod Netcompany, Demant og Ørsted for blot at nævne nogle er Holding selskaber med under 50 ansatte. Disse ansatte er ledelsen og andre senioransatte, hvilket at gennemsnit lønnen naturligt er højere end gennemsnittet. Dermed er der stor spredning mellem selskaberne, hvilket gør

sammenligningsgraden dårligere.



Figur 47 - CEO kompensation vs gennemsnitlige løn per ansatte. Kilde: egen tilskrevning

CEO sammenlignet med størrelse (Omsætning og markedsstørrelse)

Baseret på nedenstående analyser af nøgletal mellem CEO løn niveauet og henholdsvis omsætning og markedsværdi, kan man sige, at der er en vis korrelation mellem størrelsen af virksomheden og lønniveauet. Analysen er dog ikke fuldstændig nok til at kunne konkludere mere præcist.

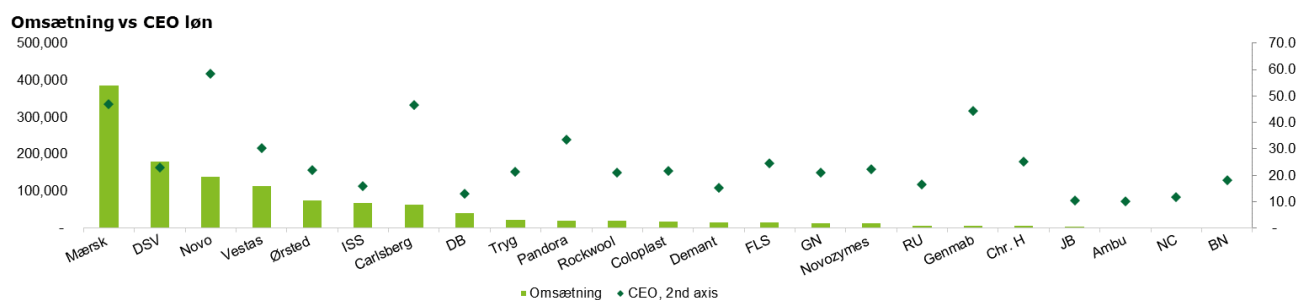
Tallene viser at Mærsk (størst på omsætning) og Novo Nordisk (højeste markedsværdi) har de to CEO'er med det klart højeste lønningsniveau. Carlsberg og Genmab må antages som afvigere i analysen eftersom begge selskabers lønningsniveauer ligger omkring Mærsk's CEO. Carlsberg er syv på omsætningslisten og otte på markedsværdi, mens Genmab er 18 på omsætning og seks på markedsværdi, hvorfor deres lønningsniveauer går imod den hypotese, at størrelse siger noget om lønniveauets størrelse. Her er det væsentligt, at selskaberne beskriver de faktorer, der i strategien definerer lønniveauet. Genmab beskriver i deres rapport. At forstå at interessenter sammenligner med danske C-25 selskaber, men grundet at talent er USA, hvorfor de sammenligner sig med amerikanske peers.

Som Genmab skriver, så er selskabet klar over, at de ligger over kompensationen af et selskab af deres størrelse, som er noteret på en nordeuropæisk børs. Genmab's forklaringen er med til at give interessenterne den nødvendige transparens til hvorfor, lønniveauet er, som den er. Dette må antages at være formålet med ledelsesrapporten.

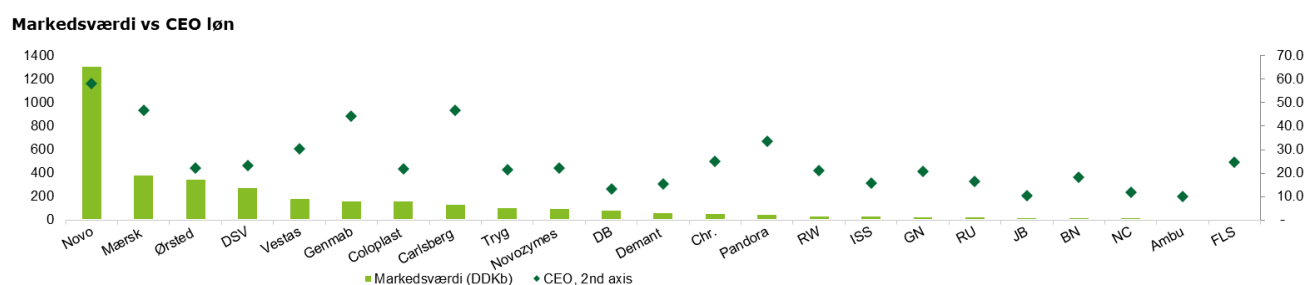
Baseret på figurerne kan det konkluderes, at der er en sammenhæng mellem størrelse og lønniveauet for selskaberne i C-25 indeks med under DKK 50 million i omsætning og under

DKK 100 milliarder i markedsværdi.

FLSmidt har den laveste børsværdi på DKK 12 milliarder, og CEO lønnen ligger over de 5 selskaber før, mens hvis man kun kigger på omsætningen, så ligger CEO lønniveauet i lighed med andre selskaber af samme størrelse. Dette pointerer, at et enkelt KPI ikke kan give det fuldstændige billede af situationen, hvorfor analysen både involverer markedsværdi og omsætning.



Figur 48 - Omsætning i forhold til CEO løn. Kilde: egen tilskrivning

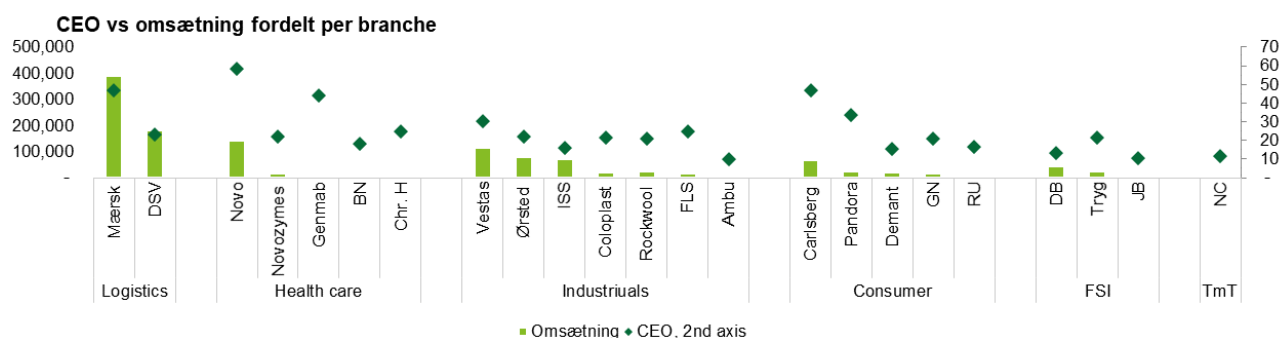


Figur 49 - Markedsværdi i forhold til CEO løn. Kilde: egen tilskrivning

CEO sammenlignet med brancher

Baseret på nedenstående analyse af nøgletal mellem CEO løn niveauet og i forhold til omsætning sammenholdt for selskaber i samme branche.

Brancheoversigten viser en tydeligere korrelation mellem størrelse og lønniveau end hvis branche elementet undlades. Dette resultat kan være påvirket af antallet af sammenligninger. Hvis vi tager flere selskaber med i analysen, kan resultat være anderledes. Dette gælder også hvis industrierne blev delt op i sub-industrier. Tallene viser, at man alene ikke kan kigge på størrelse, men at det kan være en guide til forståelse af lønniveauet. Yderligere kan det konkluderes, at denne analyse viser, at en benchmarkinganalyse for virksomhederne er relevant at foretage mod selskaber i samme industri.



Figur 50 - CEO løn fordelt på brancher. Sorteret på omsætning. Kilde: egen tilskrivning

Baseret på den udførte analyse kan det konkluderes, at der på ovenstående område er forbedringsmuligheder for Erhvervsstyrelsens vejledning omkring nøgletal. Den seneste vejledning beskriver, at selskaberne skal vise gennemsnitlig løn for FTE. Vi vurderer, at dette bør udvides til at være en reelle sammenholdes af lønniveauet mellem CEO lønnen og den gennemsnitlige FTE løn. Identifikationen af den gennemsnitlige FTE løn skal ensrettes, så alle selskaber foretager sammen beregning. Dette skal gøres for bedre at kunne sammenligne mellem selskaberne.

Baseret på den fremstillede analyse kan det konkluderes, at der på ovenstående områder er generelle forbedringsmuligheder blandt C-25 selskabernes vederlagsrapporter. Selskaberne beskriver underkategorierne af lønnen tilstrækkeligt, men der mangler generelt et link til selskabernes overordnede strategier, og hvordan selskaberne aflønner deres ledelse. Særligt i relation til aktievederlæggelse mangler selskaberne at benævne de langsigtede strategier sammenholdt med KPI'erne inkluderet i aktieprogrammerne. Igennem interviewene foretaget for denne rapport, benytter selskaberne retten til ikke at oplyse dette, da de anser den langsigtede strategi og relateret måltal for værende forretningshemmeligheder. De interviewede beskriver, at de forventer at med tiden vil informationen være tilgængelig. Vederlagsrapporter er fortsat i et tidligt stadie, hvormed selskaberne ikke er komfortable med at oplyse dette på nuværende tidspunkt. Igennem analysen kan det konstateres, at der er elementer fra betingede aktier og optionsprogrammer i forhold til Erhvervsstyrelsens anbefalinger, som ikke bliver fulgt af selskaberne.

En anden af Erhvervsstyrelsens anbefalinger er, at selskaberne skal sammenligne deres lønningsniveauer med peerselskaber. Erhvervsstyrelsen har ikke givet en konkret anbefaling til hvilke informationer, der skal inkluderes, og hvordan selskaberne skal foretage benchmarking. Baseret på interviews og gennemgang af C-25 selskabernes vederlagsrapport,

blev det identificeret, at geografi, industri/branche, børsindeks og størrelse/kompleksitet bør indgå i overvejelserne til benchmarkinganalyserne. Via ovenstående analyse kan det konkluderes, at Novo Nordisk og Pandora har oplyst omkring disse kriterier. De resterende selskaber kan med fordel anvende disse to selskabers vederlagsrapport til at forbedre informationsniveauet omkring benchmarking i egne rapporter. 19 ud af 23 selskaber i C-25 indekset har beskrevet, at de foretager benchmarking i vederlagsrapporter, men det er kun fire ud af nitten selskaber, som oplyser, de selskaber, som de er sammenholdt med, hvormed der er mulighed for forbedringer.

Igennem analysen kan det konstateres, at det kan være svært at oplyse om større ændringer til lønpakken, hvormed selskaberne med fordel kunne anvende figurer og tabeller for at beskrive hvilke ændringer, der er foretaget fra forrige år, og hvilke effekter dette har. Dette vil skabe større gennemsigtighed.

De generelle tendenser i analysen viser følgende:

- Informationsniveauet blandt C-25 selskaberne er tilstrækkeligt, hvor de får beskrevet de væsentligste lønkomponenter for vederlagsbrugerne til at opnå en nødvendig gennemsigtighed for at forstå vederlag og dens elementer.
- Der kan ses et mønster i de selskaber, som har et anbefalingsværdigt informationsniveau, som de andre selskaber kan søge inspiration fra. Disse selskaber har per undersøgelsesspørgsmål opnået en høj score.
- Modsætningsvist kan alle selskaberne forbedre informationsniveauet vedr. linket mellem langsigtet strategi og ledelsens vederlag.

9.4 Sammenholdelse af vederlagsrapporter fra 2019, 2020 og 2021

For at få et holistisk billede af C-25 selskabernes vederlagsrapporter, er det nødvendigt at forstå selskabernes historiske udvikling. Derfor vil der i dette afsnit være en beskrivelse af udviklingen af informationsniveauet i rapporterne fra 2019 til 2021. Det er med til at belyse, hvordan denne rapporteringerne har ændret sig siden 2019. Det er beskrevet fra flere eksperter, at dette er en rejse, og at rapporterne forventes forbedret i fremtiden.

Denne sammenholdelse er ikke blevet inkluderet i C-25 selskabernes analyse, da det ikke er med til at bidrage til nogle anbefalinger eller forbedringer til selskaberne, men kun for at identificere tendenser for dermed at underbygge, at der år for år sker forbedringer.

9.4.1 Udvikling i vederlagsrapportering

En tendens, som kan identificeres blandt vederlagsrapporter mellem årene 2019 til 2021, er, at selskaberne er begyndt at inkludere informationer omkring ESG. Her henvises til FLSmidth figuren vedrørende ændringer i KPI'er, hvor selskabet tilføjede et KPI vedrørende Zero Mission i 2021 figur 44. Dette er en general tendens, som kan identificeres blandt flere C-25 selskaber, hvor ESG bliver mere synlig i deres rapporteringer enten i form af KPI'er eller tekst vedrørende ESG-link til vederlæggelsen. ESG agenda er yderligere sat i fokus for 2022 rapporter, beskriver Martin Faarborg.

En anden tendens er, at selskaberne er begyndt at informere yderligere omkring KPI'erne for selskabet. Et eksempel er Danske Bank, som i 2019 oplyste deres KPI'er, men informerede ikke om, hvordan det påvirkede vederlaget, eller hvordan den var i overensstemmelse med strategien (Danske Bank, 2020). Hvorimod i 2021 informerer de om, hvad deres ambitioner er for 2023, og hvad KPI'erne vedrører f.eks. kundetilfredshed, og vægtningen af KPI'erne (Danske Bank, 2022). Dermed kan interessenterne danne et overblik over, hvordan KPI'erne påvirker vederlaget for ledelsen og forståelsen af linket til strategien.

En tredje tendens er, at selskaberne er begyndt at inkludere oplysninger omkring deres benchmarking, her kan DSV nævnes, hvor selskabet i 2019 kun informerede om, at de foretog benchmarking (DSV A/S, 2019), er de i 2021 begyndt at informere om med hvilke selskaber de benchmarker op imod (DSV A/S, 2022). De har dog ikke oplyst de bagvedliggende faktorer såsom branche, størrelse eller marked. Dermed er der plads til forbedringer, men den generelle tendens er, at flere informationer bliver inkluderet fra år til år.

Visse rapporter er blevet længere per år, her kan Novozymes nævnes, hvor vederlagsrapporten var en del af årsregnskabet for 2019 og udegjorde 5 sider (Novozymes A/S, 2019), er den i 2021 på 20 sider (Novozymes A/S, 2022). Dermed er der en markant stigning i antal sider mellem årene. Det skal dog nævnes, at antal sider ikke er lighed til forbedret informationsniveau. Dog giver dette kredibilitet til at tendensen er, at der sker forbedringer.

Dermed kan det konkluderes, at vederlagsrapportering igennem årene har været igennem flere forandringer, hvor der er lagt vægt på flere aspekter, som er begyndt at blive præsenteret i disse rapporter såsom ESG, KPI'er og benchmarking. For alle 3 punkter beskrevet er det vurderet, at der forsat er plads til forbedringer.

10 Vederlagsrapportering i omverdenen

Dette afsnit er delt i to dele, den første indeholder en sammenholdelse af large-cap selskaberne i skandinaviske lande, hvor vederlagsrapporteringerne bliver sammenlignet på tværs. Den anden del er i med reference til tidligere afsnit om vederlagsrapportering i Danmark, er dette afsnit en analyse af udvalgte vederlagsrapporter i omverdenen. Formålet med dette er at undersøge om, der er vederlagsrapporter eller andre dokumenter i udlandet, som indeholder informationer, der med fordel kan inkorporeres i danske vederlagsrapporter.

Analyserne af disse rapporter er foretaget med særlig fokus på de aspekter, hvor de udenlandske selskaber informerer værdiskabende vedrørende vederlaget til ledelsen.

Analysen har fokus på de samme områder, som var identificeret i tidligere afsnit såsom Benchmarking, underkategorier m.m.

10.1 Skandinavien

I denne afsnit er der foretaget en overordnet analyse af de skandinaviske large-cap selskaber på landeniveau. Analysen er foretaget for at identificere, om C-25 selskaberne i Danmark har muligheder for forbedringer i forhold til de andre selskaber i lande, som Danmark ofte sammenligner med. Landene inkluderet i analysen er: Danmark, Finland, Norge og Sverige.

Overordnet er de danske large-cap selskaber længere i transparensrejsen end andre lande i Skandinavien, herunder særligt Sverige og Finland. Deloitte har foretaget en gennemgribende analyse af 147 large-cap selskabers vederlagsrapport fordelt mellem ovenstående lande, hvor det konkluderes, at 76 % af danske selskaber, 79 % svenske, 70 % norske og 93 % finlandske selskaber har forbedringsmuligheder i forhold til informationskrav vedrørende transparens (Deloitte, Remuneration in Nordic Large-Cap Companies 2021, 2022b).

Deloitte har identificeret forbedringsmuligheder for alle landene i relation til ”pay for performance” elementet. Pay for performance vedrører hvordan lønkompositionen relateret til selskabernes strategi og andre langsigtede mål i form af ledelsens KPI’er for de lang- og kortfristede vederlagsprogrammer. I Sverige og Finland er det blot minimumskriterierne, som er opfyldt, hvor i Danmark er det ca. 29 %, som kun opfylder minimumskriterierne. Deloitte beskriver dog, at alle lande har en udviklingsmulighed i forhold til at beskrive ”pay for performance” (Deloitte, Remuneration in Nordic Large-Cap Companies 2021, 2022b).

Deloitte beskriver yderligere at selskaber med en introduktionsside fra bestyrelsesformanden eller vederlagskomiteen er mere transparente end selskaber uden. Denne introduktion har til

formål at beskrive linket mellem strategi, selskabet/koncernens resultater og ledelsens vederlag. I Norge har 74 % af rapporterne denne inkluderet, hvor imod i Danmark er dette 42 %, hvorfor der er forbedringsmuligheder for de danske selskaber (Deloitte, Remuneration in Nordic Large-Cap Companies 2021, 2022b).

Vederlagsrapporterne skal præsentere de faktiske løn modtaget for ledelsen og ikke de omkostninger, som bliver periodiseret korrekt i regnskaberne. Deloitte finder at 96 % af danske selskaber præsenterer dette, hvorimod i Sverige og Finland er det henholdsvis 3 % og 11 % (Deloitte, Remuneration in Nordic Large-Cap Companies 2021, 2022b).

Overordnet kan det konkluderes, at Danmark og Norge er længere fremme i vederlagsrapporteringsrejsen sammenholdt med Finland og Sverige, men der er selskaber i alle af de fire lande nævnt i dette afsnit, som kan forbedre deres rapporter i forhold til transparens.

10.2 Udvalgelse af rapporter

For udvælgelse af hvilke rapporter som ønskes undersøgt er der gjort brug af den viden som er opnået gennem de afholdte interviews. Her blev en specifik rapport anbefalet, hvorfor denne er blevet analyseret. Storbritannien er relevant at analysere, da de ikke længere er en del af EU, og derfor ikke følger samme regler. Derudover har der historisk været stor samhandel mellem Danmark og Storbritannien. I 2020 var Storbritannien Danmarks fjerdestørste eksportmarked (Danmarks Statistik, u.d.). Ydermere, har de britiske selskaber i omkring 10 år offentliggjort vederlagsrapporter. Dette gør, at de britiske selskabers rapporter er længere i rejsen mod transparenthed og dermed mere modne i forhold til de danske selskaber (Deloitte, Governance in Brief - Director's remuneration report - new regulations laid, 2013).

Derudover er USA også blevet valgt. Udvælgelsen af USA tager udgangspunkt i deres betydning på verdensmarkedet generelt. Derudover er USA også underlagt andre regelsæt end Europa, hvilket giver anledning til forskelle, som kan være interessante at analysere. USA er i forbindelse med vederlag blevet nævnt i medierne flere gange, specifikt ifm. høje lønninger til ledelsen, hvilket også giver anledning til udvælgelse af dette land. Derudover er der i 2021 blevet vedtaget nye regler for de noterede selskaber med henblik på at fremme diversiteten (Gorrissen Federspiel, 2022).

Derudover er USA også blevet valgt. Udvælgelsen af USA tager udgangspunkt i deres betydning på verdensmarkedet generelt. Derudover er USA også underlagt andre regelsæt end Europa, hvilket giver anledning til forskelle, som kan være interessante at analysere. USA er i forbindelse med vederlag blevet nævnt i medierne flere gange, specifikt ifm. høje lønninger til ledelsen, hvilket også giver anledning til udvælgelse af dette land. Derudover er der i 2021 blevet vedtaget nye regler for de noterede selskaber med henblik på at fremme diversiteten (Gorrissen Federspiel, 2022).

10.3 Analyse af virksomheden IMI plc

Dette afsnit indeholder en analyse af det britiske selskab IMI plc's vederlagsrapport for 2021. Dette selskab er valgt efter anbefaling fra Thomas Thune Andersen, som nævner, at dette er en velovervejet vederlagsrapport. Han er selv en del af bestyrelsen for dette selskab, hvormed han er bekendt med, hvilke overvejelser selskabet har gjort før udgivelsen af rapporten.

10.3.1 Beskrivelse af pension

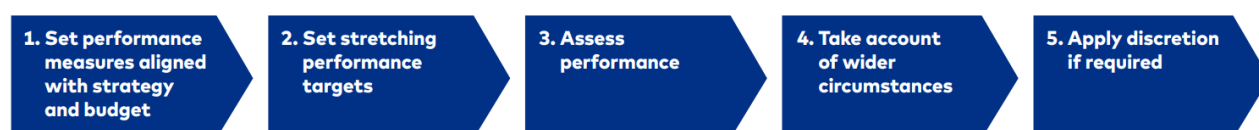
Beskrivelsen af pension findes på side 117 i rapporten og indeholder en redegørelse af den opsparede pension. IMI beskriver at pensionen for Roy Twite, CEO, er blevet optjent før, han er blevet en del af direktionen. Selvom den ikke er relateret til vederlag i forbindelse med hans arbejde som del af direktionen er vederlaget oplyst, da det er en del af den samlede lønpakke, og med denne følger nogle fordele. Fordelene er listet i punktform i rapporten (IMI PLC, 2022). Det skal fremhæves at være god skik at informere om disse, da fordelene er optjent før Roy Twite blev CEO i selskabet, men som stadigvæk er gældende, hvormed det bliver relevant at nævne disse.

10.3.2 Incentive programmer

Incentive programmer indgår fra side 118 i rapporten, og her er der en klar struktur og beskrivelse af, hvordan disse er sat. IMI plc gør brug af en fem trins model, som er præsenteret nedenstående. Dermed kan interessenterne af IMI PLC forstå, hvilke faktorer IMI PLC benytter, når de sætter bonus KPI'er og evaluere disse.

Annual incentive bonus

In setting targets and assessing performance the following process is adopted by the Committee:



Figur 51 - Annual incentive bonus (IMI PLC, 2022) - fem trins model.

I rapporten er hvert af de ovenstående punkter beskrevet yderligere, hvilket giver et godt indblik i processen for fastsættelse af bonusmålene. For selve bonusmålene er der inkluderet en tabel, som kan ses i nedenstående, figur 52, der overskueligt viser de forskellige mål og en kommentar om, hvordan disse er opfyldt.

Director	2021 Strategic and personal objectives	Commentary	Weighting (% of maximum)	Performance achieved (% of maximum)
Daniel Shook	Strengthen finance organisation: Ensure finance leadership changes are successful and enhance internal succession options. Develop a strong, diverse pipeline of talent and maintain high levels of engagement within the finance function. Deliver projects: Deliver new employee engagement project to create a dedicated internal communications platform. Advance the use of automation within the finance function, ensuring no control degradation. Reduce financial reporting complexity, delivering 50% reduction in monthly reporting data. Actively engage and support the delivery of divisional Growth Accelerator and new product development targets.	» Finance leadership team changes were implemented effectively with a strong and committed team now in place. » Strong recruitment has improved the talent pipeline and enhanced succession planning for senior finance roles.	20.0%	89.0%
	Environment: Ensure ESG activity and reporting is delivered to a high standard. Support initiatives to advance progress to enter 'FTSE4Good'.	» Achieved re-entry to FTSE4Good earlier than anticipated in 2021.		
	Social: Ensure IMI has a diverse list of candidates on the short list for all open Finance positions.	» New hiring protocols have been embedded during 2021 to ensure IMI has a diverse list of candidates for open positions. » More new hires into the Finance team have been female, continuing to improve the diversity of the team.		
	Governance: Effectively manage the audit transition process to ensure a quality and efficient audit from Deloitte in 2021.	» The new audit team have transitioned successfully and the onboarding process has been smooth. Early insights provided by Deloitte supporting the decision to make the appointment.		

Figur 52 - 2021 Strategic and personal objectives (IMI PLC, 2022)

Teksten er kort og tydelig, og der indgår en kommentar i sektionen ”commentary” om, hvordan målene er nået. Dette vurderes til at have en høj detaljeringsgrad, og derfor skabes der transparens og værdiskabelse da brugeren af vederlagsrapporten får specifik viden, og derved har mulighed for at vurdere, hvordan selskabet har vurderet diverse KPI’er.

Når der gives viden, som har en høj detaljeringsgrad som overstående eksempel, er det med til at understøtte formålet med aktionærdirektivet. Brugeren får konkret viden, som er samlet et sted. Når al information, som er nødvendig, er samlet et sted kræver det mindre ressourcer for brugeren.

Udover en beskrivelse, inkluderes en detaljeret opgørelse over KPI'erne. Det er oplyst i en tabel, hvor der angives hvad maksimum og minimum KPI skal være, for at det udløser en bonus, og hvor meget dette vil udløse. Derudover informeres der endvidere om, hvor meget den enkelte KPI udgør. Som det fremgår af figur 53 har IMI tre finansielle KPI'er.

	Adjusted EPS	Relative TSR	ROIC	Level of vesting
Threshold	3%	Median	11.5%	25%
Maximum	7.5%	Upper quartile	13.5%	100%
Weighting	⅓	⅓	⅓	

Figur 53 - IMI PLC Performance targets (IMI PLC, 2022)

Sammenlignes figur 53 for finansielle KPI og figur 52 for ESG-mål, ses det tydeligt, at der er mere struktur over, den måde hvorpå de finansielle KPI'er rapporteres. Der er i tabellen ingen beskrivelse, men alle relevante informationer er inkluderet. Der fremgår hvilke mål, der skal nås for at opfylde minimumskrav og hvilke mål, der skal nås for at få maksimalt udbytte af bonussen.

ESG-målene er beskrevet, men formuleringen er bred, og der står ikke specifikt, hvad der skal opnås for, at det udløser en bonus ligesom ved de finansielle. Der er dermed forsat plads til forbedringer, så der skabes mere transparens.

Det bemærkes dog, at ESG-rapportering og ESG-målsætningen er forholdsvist nyt, og at eksperterne på området forventer en stigning i, hvad der rapporteres, og hvor meget der rapporteres på dette område i de kommende år. Hvorfor at ovenstående eksempel er en god start på rapportering om ESG.

Som del af de finansielle KPI'er oplyses det i figur 53 at IMI skal være median eller del af øverste kvartil for nøgletallet TSR. IMI har beskrevet de selskaber som benchmarkes mod, hvilket giver den nødvendige gennemsigtighed. Derved gives alle oplysninger, som er nødvendige for en ekstern part til at foretage en vurdering, om dette niveau er passende.

IMI plc oplyser yderligere om maksimum udbetaling i procent af lønnen, som kan anskues via nedenstående figur.

Based on the performance described above, the annual incentive bonus outcomes for 2021 are set out below:

Director	2021 maximum bonus opportunity (% of salary)	2021 maximum bonus achieved (% of maximum)	Total bonus awarded (£000)	Total bonus awarded (% of salary)	Achievement of share ownership guidelines at 31 Dec 2021 ¹	Bonus delivered in form of cash (£000)	Bonus delivered in form of share awards (£000) ¹
Roy Twite	200%	97.6%	1,427	195%	191%	1,427	-
Daniel Shook	150%	97.8%	681	147%	166%	681	-

¹ Deferred bonus share awards are made where the executive director is yet to reach their share ownership guidance. Details of the share ownership guidelines can be found on page 123.

Figur 54 - Payout of incentive bonus (IMI PLC, 2022)

10.3.3 Nøgletal

IMI plc gør brug af flere nøgletal om CEO og øvrige ansatte i IMI plc i vederlagsrapporten, dette er bl.a. tabel over lønstigning og CEO-ratio.

Tabellen for CEO-ratio er ikke opgjort på den gennemsnitlige løn for alle ansatte i IMI plc, men på baggrund af statistiske kvartiler: lower quartile, Median, og Upper Quartile. Under figuren fremgår en detaljeret redegørelse for, hvordan data er anvendt, og hvilke data som er anvendt i opgørelsen af disse nøgletal. Dette vurderes til at være god skik, da interessenterne kan forstå formålet med analysen, data benyttet for at udregne tallet, og hvor IMI plc er placeret i denne kvartil.

Financial year	Methodology	Total remuneration		
		P25 (Lower Quartile)	P50 (Median)	P75 (Upper Quartile)
2021	Option C	116:1	95:1	63:1
2020	Option C	85:1	67:1	45:1
2019	Option C	83:1	62:1	45:1

Figur 55 - Pay ratio reporting 1/2 (IMI PLC, 2022)

Ved brug af inddeling i kvartiler, bliver nøgletallet mindre stationært, og der tages hermed højde for, at større selskaber gerne består af flere typer medarbejdere og dermed flere lag af vederlag. Derudover fremgår de faktiske løntal, som er anvendt i beregningen, hvilket giver mulighed for sammenligning. Denne oplysning er nødvendigt at inkludere, da det ud fra regnskabet ikke er muligt at beregne denne værdi, men kun den gennemsnitlige løn per medarbejder.

2021	Base salary (£)	Total pay and benefits (£)
Chief Executive remuneration	730,800	3,977,072
25th Percentile employee	22,472	34,398
50th Percentile employee	30,352	41,902
75th Percentile employee	51,538	62,657

Figur 56 - Pay ratio reporting 2/2 (IMI PLC, 2022)

Værdiansættelse og transparens er ikke noget som opstår, men det er en del af en rejse for selskaberne, hvor de skal blive mere trygge i hvert år at udvide deres rapportering. Udvidelse af rapporteringen er ikke en henvisning til, at der skal ske en udvikling i antal sider, men at teksten skal blive mere klar og præcis. IMI PLC har formået at oplyse tilstrækkeligt omkring deres vederlag på 16 sider, hvor de har inkluderet klart og tydeligt, hvad tallene er, hvilken metode de har benyttet til at udregne disse tal, og hvordan vederlaget er sammensat i forhold til selskabets strategi.

10.4 Analyse af virksomheden Johnson and Johnson 2021

I dette afsnit er Johnson og Johnsons Proxy Statement for 2021 analyseret. Analysen er med til at belyse, om amerikanske selskaber inkluderer oplysninger, som kan være gavnligt at inkorporere i danske vederlagsrapporter. Johnson og Johnson er valgt, da selskabet er et internationalt børsnoteret selskab. Det er større end danske C-25 selskaber i forhold til størrelse med en omsætning på USD 93,77 milliarder og 141.700 medarbejdere fordelt over flere lande (Johnson and Johnson, 2022a). Derfor kan det være, at de grundet deres størrelse og placering, oplyser om nogle informationer, som kan benyttes i danske vederlagsrapporter.

10.4.1 Analyse af Proxy statement 2021

Johnson and Johnson udarbejder ikke en særskilt vederlagsrapport, men en proxy statement, som sendes til ejerne før en generalforsamling. Selskabet har udarbejdet en proxy statement, som indeholder oplysninger, der er nødvendige for at ejerne kan stemme på generalforsamlingen. Rapporten indeholder f.eks. vederlag til ledelsen, vederlag til bestyrelsen og honorar til revisorer (Johnson and Johnson, 2022b). Navnet proxy statement stammer af at flere ejere ikke er fysisk til stede til generalforsamlingerne og stemmer via proxy, som er en stedfortræder (Giroux, 2015).

I alt er Johnson and Johnsons Proxy statement 186 sider, hvoraf 66 sider omhandler vederlag til ledelsen (Johnson and Johnson, 2022b), dermed er rapporten væsentligt længere end

danske large-cap selskabers vederlagsrapporter, som er på ca. 16 sider i gennemsnit (Deloitte, Remuneration in Nordic Large-Cap Companies 2021, 2022b).

Johnson and Johnson har oplyst stemmefordelingen for godkendelsen af ledelses aflønningen, som er 57% (Johnson and Johnson, 2022b). Det vurderes at bidrage til øget transparenthed og værdiskabelse, da der oplyses omkring enigheden blandt generalforsamlingen vedrørende ledelses aflønningerne. Det vurderes at være information, som burde inkluderes i alle vederlagsrapporter.

10.4.1.1 Pension

De væsentlige ændringer mellem de danske C-25 selskabers vederlagsrapporter og Johnson og Johnsons proxy statement er, at Johnson and Johnson oplyser ændringer i pensionen med flere tabeller og grafer, hvor de oplyser ændringerne nutidsværdien for pensionen både i alt, men også per ledelsesmedlem. Ændringerne i grundantagelserne vedrørende løn, service og år medfører varianserne. Ændring i pensionernes nutidsværdi anses ikke for en væsentligt information i Danmark, hvormed det ikke normalt inkluderet.

Derudover oplyser Johnson and Johnson mulige udbetalinger grundet ophør af kontrakt per ledelsesmedlem f.eks. grundet død, funktionsnedsættelse, frivillig kontrakts ophævelse med mere.

Oplysninger omkring pension og andre udbetalinger er ikke inkluderet i C-25 selskabers vederlagsrapport på samme måde, da mulige udbetalinger generelt ikke informeres om i danske vederlagsrapporter. Det har heller ikke været fokus blandt de interviewede personer at nævne disse oplysninger i rapporterne. Det vurderes ikke at være relevant for danske C-25 selskaber at inkludere disse oplysninger, da disse beløb er ikke udbetalt til ledelsesmedlemmerne, men kunne udbetales ved indtræffelse af visse omstændigheder f.eks. hvis ledelsesmedlem gik på pension eller afgik ved døden. Endvidere vurderes disse oplysninger at være afdækket af personlige forsikringer i Danmark, såsom livsforsikring, der ikke vurderes at være relevante at oplyse i vederlagsrapporterne.

10.4.1.2 Nøgletal

Johnson and Johnson har også inkluderet CEO-ratio og metoden til at udregne tallet. De informerer, at de benytter 91% af alle medarbejderne i denne CEO-ratio, hvor medarbejderne er fordelt på 24 lande. Endvidere informerer de om lønningen for CEO sammenholdt med

medarbejderen, som har medianlønnen, hvormed CEO-rationen er 297. Selskabet beskriver også, hvor stor en påvirkning valutakurser og den ekskluderende population muligvis kan have på CEO-ratioen (Johnson and Johnson, 2022b). Dermed har Johnson and Johnson inkluderet de væsentligste faktorer af CEO-ratioen, såsom bagvedliggende informationer for at udregne tallet og alle de overvejelser selskaberne har haft, når de har udregnet tallet. Som beskrevet før, har der generelt været forskellige holdninger til CEO-ratio fra de interviewede, men det vurderes at være relevant at inkludere i vederlagsrapporterne, da det kan skabe en god forståelse i udviklingen lønniveauet år for år. Endvidere burde selskaberne metode-tilgangen, for beregningen tallet ensrettes.

10.4.1.3 ESG og KPI

I proxy statement er der en ESG sektion, men Johnson and Johnson har også linket ESG med vederlagslønningerne i vederlagsaflønningssektionen, hvor de oplyser, at de har opnået deres ESG mål ift. ansættelse af forskellige køn/racer og benyttelse af genanvendelse af plastic og vedvarende energi (Johnson and Johnson, 2022b). Dermed er de forskellige delmål ikke oplyst ift. ESG, men de har beskrevet linket til den langfristet incitaments ordning. Det kunne dog være forbedret ved at oplyse det specifikke måltal, som skulle nås.

Derudover er der ikke inkluderet information omkring KPI'er eller specifikke mål for ledelsesmedlemmerne, som skal nås, det vurderes at være nødvendigt at oplyse sammenspillet mellem KPI'er, strategi og aflønningerne, hvormed Johnson and Johnson kan forbedre deres informationsniveau på dette område. Dog beskriver selskabet hvilke performance share units, som de måler på, når de skal vurdere aktiebaseret vederlæggelse. Det er operational salg, Cumulative Adjusted Operational EPS (earning per shares) og Relative TSR (total shareholder return). Dermed kan det anses værende selskabets fokusområder.

Johnson and Johnson beskriver, hvad deres operationel salgs mål er, hvorimod kun beskriver hvilke faktorer, som benyttes for at sætte EPS og TSR målene. Dermed kan det vurderes, at vederlaget er linket til strategi og målsætninger for variable løn, men selskabet har ikke valgt at oplyse alle specifikke måltal.

10.4.1.4 Aktievederlæggelse, Benchmarking

Johnson and Johnson er ikke underlagt Erhvervsstyrelsens anbefalinger, da det er et amerikansk selskab, men hvis vederlagsrapporten sammenholdes med Erhvervsstyrelsens

anbefalinger for aktiebaseret vederlæggelse, er anbefalingerne overholdt, da selskabet informerer omkring:

- Den anvendte metode, som er black-scholes
- Antal optioner tildelt til hvert medlem
- Dagsværdien af de tildelte optioner
- Andel af det samlede vederlag
- Skøn som er indgået i modellen såsom volatilitet

Dermed kan det nævnes, at selskabet har informeret tilstrækkeligt i forhold til aktiebaseret vederlæggelse.

Johnson and Johnson beskriver deres underkategorier på den 19. side af ledelsesvederlagssektionen, hvormed forståelsen af underkategorierne først er introduceret efter årets vederlag er præsenteret (Johnson and Johnson, 2022b). Det står i kontrast til C-25 vederlagsrapporterne, som præsenterer underkategorierne i nogle af de første sider. Det vurderes at være bedre at introducere underkategorierne i starten af rapporten, ligesom i C-25 vederlagsrapporterne, da læseren kan forstå hvilke komponenter, der indgår i ledelsesaflønnningen, før tallene er præsenteret.

Benchmarking er inkluderet i proxy statement, hvor Johnson and Johnson informerer om, at de foretager sig to forskellige benchmarking, nemlig Executive Peer Group og Competitor Composite Peer Group. Den første benchmarking er for at sikre konkurrenceevnen af deres ledelsesaflønninger, hvor de vælger større amerikanske selskaber, som konkurrerer for den samme talentpulje. De informerer omkring hvilke selskaber, der er inkluderet, og hvor Johnson and Johnson er i forhold til kvartilen (Johnson and Johnson, 2022b). I den nedenstående figur 57 kan det aflæses, hvilke informationer Johnson and Johnson oplyser omkring Executive Peer Group benchmarking.

Company (Ticker Symbol)	Revenue (\$ millions)	Net Income (\$ millions) ⁽¹⁾	Market Cap (\$ billions) ⁽²⁾	Common Industry ⁽³⁾	Gross Margin (>40%)	EBIT Margin (>10%) ⁽⁴⁾	Inter-national Sales (> 33%)	Business Complexity ⁽⁵⁾	R&D % of Sales (>or = 5%)
3M Company (MMM)	\$35,355	\$5,921	\$102	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Abbott Laboratories (ABT)	43,075	7,071	249	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Abbvie Inc. (ABBV)	56,197	11,542	239	✓	✓	✓	✓	✓	✓
AT&T Inc. (T) ⁽⁶⁾	168,864	20,081	176		✓	✓		✓	
The Boeing Company (BA)	62,286	(4,202)	118				✓	✓	
Bristol Myers Squibb Company (BMY)	46,385	6,994	138	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cisco Systems, Inc. (CSCO) ⁽⁶⁾	51,549	11,825	267		✓	✓	✓	✓	✓
The Coca-Cola Company (KO)	38,655	9,771	256		✓	✓	✓		ND ⁽⁹⁾
General Electric Company (GE)	74,196	(6,520)	104	✓			✓	✓	
Intel Corporation (INTC)	79,024	19,868	209		✓	✓	✓	✓	✓
Intl Business Machines Corporation (IBM) ⁽⁶⁾	57,350	5,743	120		✓	✓	✓	✓	✓
Medtronic plc (MDT) ⁽⁶⁾	31,785	4,915	139	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Merck & Co., Inc. (MRK)	48,704	12,345	194	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Microsoft Corporation (MSFT) ⁽⁷⁾	184,903	71,185	2,525		✓	✓	✓	✓	✓
PepsiCo, Inc. (PEP)	79,474	7,618	240		✓	✓	✓	✓	
Pfizer Inc. (PFE)	81,288	21,979	331	✓	✓	✓	✓	✓	✓
The Procter & Gamble Company (PG) ⁽⁷⁾⁽⁸⁾	78,346	14,510	396	✓	✓	✓	✓	✓	
Raytheon Technologies Corporation (RTX)	64,388	3,864	129					✓	
Johnson & Johnson (JNJ)	93,775	20,878	450	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Johnson & Johnson's Ranking	3rd	3rd	2nd						
Johnson & Johnson's Percentile Rank	89%	89%	94%						

⁽¹⁾ Net Income reflects Net Income (Loss) attributable to company shareholders.

⁽²⁾ Market Caps are derived from Bloomberg as of December 31, 2021.

⁽³⁾ Common Industry means that the company is in an industry similar to one of Johnson & Johnson's business segments: Pharmaceuticals, MedTech, or Consumer Health.

⁽⁴⁾ Earnings Before Interest and Tax (EBIT) is calculated as Income Before Tax (IBT) minus Net Interest Expense.

⁽⁵⁾ Business Complexity means the company is a complex organization with multiple product lines.

⁽⁶⁾ Used last four calendar quarters ending January 28, 2022 for Medtronic plc and January 29, 2022 for Cisco Systems, Inc.

⁽⁷⁾ Used last four calendar quarters ending December 31, 2021 for The Procter & Gamble Company and Microsoft Corporation.

⁽⁸⁾ Prior year data is used as an alternative for AT&T Inc. international sales, AT&T Inc. R&D spend, International Business Machines Corporation's international sales, and The Procter & Gamble Company's R&D spend due to lack of availability at the time of sourcing.

⁽⁹⁾ ND represents "Not Disclosed" as The Coca-Cola Company does not disclose R&D data.

Figur 57 - Johnson and Johnson Executive Peer Group Benchmarking (Johnson and Johnson, 2022b).

Via figuren kan det aflæses, at Johnson and Johnson informerer omkring selskabernes branche, deres indtjening, Gross Margin m.m., Dermed kan deres interessenter forstå, hvilke informationer som Johnson and Johnson overvejer omkring selskaberne, før de bliver valgt i benchmarkinganalysen. Endvidere har de mulighed til at sætte spørgsmålstejn ved selskaberne, hvis de mener, at der er flere af kategorierne ikke er overensstemmelse.

Competitor Composite Peer benchmarking inkluderer selskaber som Johnson and Johnson konkurrerer mod i forhold til salg. Når Johnson and Johnson skal sætte salgsmålsætninger, bliver disse fastholdt med denne peer group, som består af både amerikanske og udenlandske selskaber både i medicinalindustrien, medicinal teknologi og consumer health. (Johnson and Johnson, 2022b).

Dermed vurderes det, at Johnson and Johnson oplyser tilstrækkeligt i forhold til deres benchmarking og deres overvejelser, da de informerer om selskabernes branche, størrelse og geografisk placering i deres benchmarkinganalyse i forhold til Executive Peer Group Benchmarking. Competitor Composite Peer benchmarking indeholder ikke oplysningerne, men er heller ikke direkte linket til vederlaget, hvormed det ikke vurderes at være nødvendigt, da det omhandler deres salgsmål.

Johnson and Johnson har retningslinjer vedrørende minimumsejerskab for hvert ledelsesmedlems ejerskab af Johnson and Johnsons aktier. Selskabet informerer om hvor mange gange af basislønnen hvert ledelsesmedlem skal eje af Johnson and Johnson aktierne, og reelt hvor meget hvert ledelsesmedlem ejer Johnson and Johnsons aktie (Johnson and Johnson, 2022b). Dette vurderes at være en information at inkludere i vederlagsrapporterne, hvis der er et minimumskrav i forhold til aktieejerskab. Endvidere informerer de om retningslinjerne omkring ejerskabet, hvor det er tilgængeligt at læse, hvad ledelsen må med disse aktier, eks. Pantsætte eller sælge aktierne, og om alle har overholdt disse regler. Der står specifikt, at en af ledelsesmedlemmerne har kautioneret med 30.000 aktier før de ændrede politikkerne. Dermed er der en øget transparens omkring ledelsens aktieejerskab og brug af disse aktier. Normalt ville denne information blive præsenteret i vederlagspolitikkerne, men via denne konkrete sag hvor 30.000 aktier var pantsat før introduktionen af politikkerne, kan det være en god skik at forklare overholdelsen af politikken, hvormed interessenterne har en øget transparens i forhold til aktiehåndteringen.

Som beskrevet før, kan der være en forskel mellem den regnskabsmæssige ledelsesaf lønning i vederlagsrapporten sammenlignet med årsrapporten, da disse følger nogle forskellige indregningsmetoder. I Johnson and Johnsons proxy statement har de oplyst både den regnskabsmæssige tal og den direkte vederlag betalte, og udført en break-down mellem de to forskellige metoder for 2019 og 2020 (Johnson and Johnson, 2022b). Ingen af de interviewede har ønsket denne break-down. Endvidere vurderes det ikke at skabe større transparens, da den direkte lønning i 2021 vil være tilstrækkeligt, da den indeholder hvad ledelsesmedlemmerne har modtaget for et helt regnskabsår. Det vurderes ikke at være relevant at vise, hvilken forskel LTIP regnskabsmetode og ændringer i pensions nutidsværdi har på vederlaget.

Det kan konkluderes at Johnson and Johnson har oplyst tilstrækkeligt i forhold til benchmarking, aktiebaseret vederlæggelse og CEO-ratio, men mangler dog at linke vederlaget med KPI'er og strategi for selskabet, hvormed interessenterne får en indsigt i, hvordan ledelsesmedlemmerne kan opnå andet vederlag end basisløn. Der er flere informationer i vederlagssektionen, som ikke vurderes at være nødvendige at oplyse i danske vederlagsrapporteringer såsom pensionens nutidsværdi og forskellen mellem regnskabsmæssige og aktuelle lønninger. Dermed vurderes denne rapport til at have et

overmiddelt informationsniveau, hvor informationerne omkring benchmarking, aktiebaseret vederlag and CEO-ratio er dens styrke.

11 anbefalinger

I dette afsnit er der udarbejdet anbefalinger til videre forbedring af vederlagsrapporterne. Anbefalingerne er både tiltænkt danske selskaber og Erhvervsstyrelsen. Anbefalingerne er baseret på de foretagende interviews og resultaterne af analyserede vederlagsrapporter og skal stå i forlængelse af Erhvervsstyrelsen vejledning. Anbefalingerne kan implementeres straks af de danske selskaber. Dog skal det bemærkes, at anbefalingerne er udarbejdet baseret på intransitive viden opnået igennem analyserne og interviews. Det kan medføre, at der er andre faktorer, som burde have være inkluderet, men ikke er blevet synlige under udarbejdelsen af rapporten baseret på det valgte operative paradigme.

Underkategorier anbefaling til selskaberne

Selskaberne bør som minimum oplyse alle lønkomponenter, som indgår i ledelsesaflønningen, såsom fast løn, variable løn fordelt mellem lange og kortfristede incentiments programmer, pension og andre relevante vederlag. Alle komponenterne skal præsenteres særskilt, hvor indholdet af hvert komponent bør beskrives. Det er blevet observeret, at beskrivelsen for personalegoder i danske vederlagsrapporter kan forbedres. Selskaberne bør beskrive hvert personalegode modtaget, endvidere inkludere beløbsangivelse for hver komponent i denne kategori. Det anbefales, at dette gøres kort og præcist, hvor figurer og tabeller inkorporeres.

For brug af tabeller kan der søges inspiration ved Novozymes, ydermere for inspiration vedr. informationsniveauet om personalegoder kan Johnson and Johnsons proxy statement med fordel benyttes. I den nedenstående udtræk fra Johnson and Johnsons proxy statement fremgår informationerne.

Executive Perquisites & Other Benefits

Our named executive officers participate in the same employee benefits provided to all other non-union U.S. employees. In addition, they participate in the following benefits and perquisites:

- **Executive Life Insurance:** Effective January 2015, we closed this program to new participants. We grandfathered prior participants. Messrs. Gorsky and Wolk, Dr. Stoffels, and Ms. Taubert participated in the program in 2021.
- **Personal Use of Company Aircraft and Cars:** Our named executive officers may use Company aircraft for limited personal travel and Company cars and drivers for commuting and other personal transportation. These perquisites are intended to enhance productivity, minimize distractions, and ensure the safety of our executives.

The incremental cost to the Company to provide these perquisites is included in the perquisites and other personal benefits detail on page 96. These values are not paid to our named executive officers.

Beginning in 2020, we capped the value of the car and driver perquisite for our Executive Committee members at \$24,999 annually. Amounts in excess of \$24,999 must be reimbursed by the executive.

- **Home Security:** We reimburse limited home security system related fees.

We detail the executive life insurance premiums paid, values of personal use of Company aircraft and cars, and home security related costs in the All Other Compensation detail on pages 95 through 96. Our named executive officers pay the income taxes due on the value of these benefits and perquisites.

Figur 58 - Johnson and Johnson and goder (Johnson and Johnson, Proxy stament 2022, 2022b)

Benchmarking – anbefaling til Erhvervsstyrelsen og selskaberne

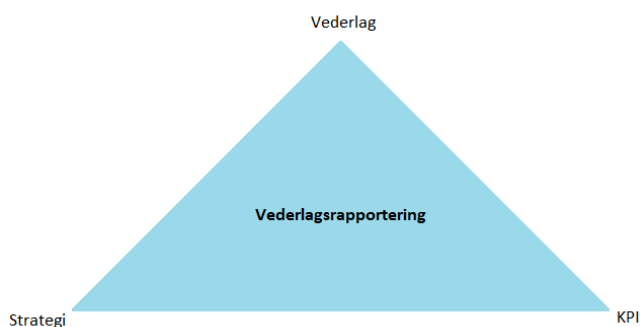
Det anbefales, at Erhvervsstyrelsen udarbejder anbefalinger til benchmarking, hvor selskaberne bør beskrive deres overvejelser omkring valg af peer-selskaberne. Relevante peer-selskaber kan med fordel udvælges på baggrund af geografi, størrelse, branche og børsindeks. Selskaberne skal tage stilling til, hvorfor disse peers er valgt, og hvad har udfaldet været ved denne benchmarking. Resultat af benchmarking bør oplyses som placering i en kvartil, hvor selskaberne kan være i den nedre eller øvre kvartil. Yderligere bør der kommenteres på resultaterne. For struktur og general informationsniveau henvises til Novo Nordisk som et godt eksempel, hvorimod for konklusion af resultatet henvises til Vestas vederlagsrapport.

Indregning måling og præsentation - anbefaling for Erhvervsstyrelsen og selskaberne

Det anbefales, at Erhvervsstyrelsen udarbejder nogle konkrete anbefalinger til indregning, måling og præsentation. Dette skal gøres for at skabe den samme forståelse blandt selskaberne, og dermed gøre sammenligningsgrundlaget større. I den nedenstående tekst er der beskrevet specifikke anbefalinger for områder, som bør forbedres:

- Der bør inkluderes forskellige nøgletal, såsom CEO-ratioen og CFO-ratioen, samt hvordan disse udregnes. Metoden for udregningen skal beskrives af selskaberne, som population, udregningen af median-lønnen, og andre væsentlige faktorer. Hvis selskabet har ekskluderet bestemte oplysninger, bør disse oplyses. Ydermere bør selskaberne beskrive, hvilken effekt denne fravalg har medført.

- Variabel vederlæggelse skal sammenkobles med selskabernes strategi. Dette gælder særligt KPI'er, som ledelsen bliver vurderet på. Dermed bør selskaberne beskrive korelationen mellem strategien og hver KPI. Dette medfører transparens og værdiskabelse for brugerne af rapporten, eftersom der skabes en sammenhæng mellem vederlag, strategi og KPI. Forholdet mellem de forskellige elementer er visualiseret i nedenstående figur.



Figur 59 - Vederlagsrapporterings trekant Kilde: Egen tilvirkning

- Erhvervsstyrelsen kan med fordel gøre oplysning om måltal til et krav. Selskaberne bør blive instrueret til at oplyse KPI'ernes opnåelsesgrad i intervaller. Der henvises til den nedenstående eksempel fra Johnson and Johnsons proxy statement, hvor de informerer omkring KPI'ernes intervaller og den faktiske opnåelse heraf. Dette er for historiske tildelte aktieprogrammer, som er opnået gennem hele optjeningsperioden.

PSU Measure	Threshold (50% Payout)	Target (100% Payout)	Maximum (200% Payout)	Actual	Calculated Payout
2021 Operational Sales (\$ millions)	\$84,930	\$89,400	\$93,870	\$90,258	119.2%
2019-2021 Cumulative Adjusted Operational EPS	24.90	27.67	30.44	\$26.98	87.5%
2019-2021 Relative TSR (CAGR)	10% pts. below Composite	Equal to Composite	10% pts. above Composite	(4.6) Pts	77.0%

Figur 60 - Johnson and Johnson KPI'er og måltal (Johnson and Johnson, 2022b).

Dette bør også inkluderes for tildelte aktieprogrammer i året i forhold til KPI'ernes opnåelse af fremtidige måltal. Via de foretagende interviews er det identificeret, at selskaberne i Danmark gør brug af reglen af forretningshemmeligheder, hvormed de kan undlade at oplyse omkring måltallene. Ekspertene mener, at vederlagsrapporteringen er i en modningsproces, hvormed forventes det, at disse informationer vil blive inkluderet i fremtiden. Erhvervsstyrelsen kan med fordel udarbejde retningslinjer for selskaberne til at inkludere måltal for færdige og

fremtidige aktieprogrammer. Informationer omkring fremtidige aktieprogrammer er kun identificeret for IMI plc, som kan være en inspiration til danske vederlagsrapporter, IMI plc beskriver dette på side 123 i deres årsrapport (inkludere vederlagsrapport).

- Tendensen for C-25 selskabers vederlagsrapporter er, at ESG KPI'er inkluderes. Disse KPI'er er generalt ikke beskrevet dybdegående og målbart. Generalt beskrives der i danske vederlagsrapporter, at der er et eller flere ESG KPI'er, men ingen andre informationer er inkluderet, såsom hvad det indebærer, og hvorfor det er en KPI. Det skaber dermed ikke den nødvendige transperans for brugerne af rapporterne. Det anbefales, at der skabes et link mellem ESG KPI'er, strategi og det udbetalte vederlag.
- Baseret på interviewet med Michal Danielewicz, anbefales det, at selskaberne inkluderer en oversigtsside. Denne side skal indeholde væsentlige lønkomponenter og nøgletal. Det er med til at give interessenterne et hurtigt overblik over vederlaget til ledelsen. Den nedenstående tabel er et forslag til hvilke informationer, som bør inkluderes i en oversigtsside.

Ledelsesmedlemmer	CEO		CFO		COO	
	2021	2020	2021	2020	2021	2020
Fast løn	7,7	7,7	6,0	6,0	5,0	5,0
Variable løn	17,0	12,0	11,0	12,0	7,0	5,0
-Bonus	6,8	4,8	4,4	4,8	2,8	2,0
-Aktievederlæggelse	10,2	7,2	6,6	7,2	4,2	3,0
Andre goder	2,0	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3
Pension	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Total	26,9	20,9	17,7	18,6	12,5	10,5
Forhold mellem fast og variable løn						
-Fast	31%	39%	35%	33%	42%	50%
-Variable	69%	61%	65%	67%	58%	50%
Ratio til median løn	11,0	11,2	8,6	8,7	7,1	7,2
Fodnote til væsentlige informationer						
	2021	2020				
-Median løn	0,7	0,69				

Figur 61 - Oversigtsside eksempel. Kilde Egen tilvirkning

Dermed kan det konkluderes at der er forbedringmuligheder vedrørende underkategorier, benchmarking og indregning, måling og præsentation af vederlaget. Disse anbefalinger bør

følges snarest for at skabe større transperans og værdiskabelse for brugerne af vederlagsrapporterne.

12 Konklusion

EU præsenterede i 2017 et aktionærdirektiv som medførte, at Europæiske børsnoterede selskaber skulle per 2019 offentliggøre en vederlagsrapport. Denne rapport er udarbejdet for at undersøge hvordan vederlagsrapporterne skaber værdi og gennemsigtighed.

Der er foretaget otte interviews med eksperter, bestyrelsesmedlemmer og investorer for at undersøge deres forståelse af vederlagsrapportering. Det har medført en analyse af følgende områder: Løn underkategorier, benchmarking, aktievederlæggelse, ændringer til rapporterne og analyse af relevante nøgletal. Analysen er foretaget for 23 af de danske C-25 selskaber, hvor Nordea er fravalgt eftersom de følger den finske vejledning og Mærsk er repræsenteret i C-25 indeks med både A og B aktier. Ydermere er der foretaget en analyse af en vederlagsrapport for et britisk og et amerikansk selskab for at få et internationalt perspektiv.

Igennem analysen af C-25 og de udenlandske selskabers vederlagsrapporter er der identificeret forbedringsmuligheder til danske vederlagsrapporter. Det kan konkluderes at der er forbedringsmuligheder blandt C-25 selskabers vederlagsrapporter. Generelt mangler selskaberne at linke til deres overordnede strategi, KPI'erne og udbetalt vederlag.

Selskaberne mangler at nævne hvordan aktievederlæggelse og KPI'erne er sammenholdt med strategien. Yderligere er måltal ikke beskrevet tilstrækkeligt, hvor der mangler en dybdegående forståelse af hvordan KPI'er opnås. Det gælder både finansielle og ikke-finansielle KPI'er såsom ESG KPI'er.

Erhvervsstyrelsens anbefalinger om benchmarking af ledelsesaflønningerne med peerselskaber bliver ikke fulgt af alle C-25 selskaberne. Mange af selskaber informerer at de foretager benchmarking, men oplyser ikke nærmere. Det anbefales at selskaberne foretager benchmarking baseret på faktorer såsom geografi, industri/branche, børsindeks og størrelse/kompleksitet. De bør inkludere resultatet af denne benchmarkinganalyse, hvor de ligeledes informerer om resultatet fra benchmarkinganalysen.

Baseret på kommentar fra investor, kan der med fordel inkluderes en oversigtsside, som indeholder væsentlige informationer for vederlaget per ledelsesmedlem. I forlængelse af dette bør selskaberne også inkludere relevante ratios såsom CEO og CFO-ratio. Dette er med til at

skabe transparens, hvormed der let kan dannes et overblik over vederlaget for året og dens udvikling.

Fremadrettet bør andre aspekter af vederlagsrapporteringen undersøges. Disse er blevet identificeret igennem rapporten, dog har disse ikke bidraget til at besvare problemformuleringen, hvormed ingen nærmere undersøgelse er foretaget i rapporten. Det vurderes, at der kan undersøges nærmere omkring ESG og dens korrelation med vederlag blandt selskaberne. Tendensen er, at ESG bliver synligere i vederlagsrapporterne, dog mangler der informationer om dens påvirkning på vederlaget. Her kan det sociale element omkring ligeløn, køn og race undersøges nærmere.

13 Litteraturliste

- A. P. Møller - Mærsk A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. København : A. P. Møller - Mærsk A/S. Hentet fra <https://investor.maersk.com/static-files/d533e0b0-a5dc-44e3-970b-387248b44a3d>
- Ambu A/S. (2021). *Remuneration Report 2020/21*. København: Ambu A/S. Hentet fra [file:///C:/Users/ATENGB~1/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdgeDownloads/4e4e4390-bbef-4d24-8667-c02be033e56a/Remuneration-Report-2020_21%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/ATENGB~1/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdgeDownloads/4e4e4390-bbef-4d24-8667-c02be033e56a/Remuneration-Report-2020_21%20(1).pdf)
- Arbnor, I., & Bjerke , B. (2009). *Methodology for creating business knowlegde* (3. edition udg.). Saga Publications Ltd.
- AU. (n.d). *Validitet*. Hentet 11. 08 2022 fra AU: <https://metodeguiden.au.dk/validitet/>
- Bavarian Nordic A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Hellerup: Bavarian Nordic A/S. Hentet fra https://www.bavarian-nordic.com/media/314361/bn_remuneration_report_2021.pdf
- Bechmann, K. L. (05 2018). Ædelses aflønning - hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv? *Finans/Invest*(2), 22-27. Hentet fra https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/57344057/ken_l_bechmann_ledelsesafl_nning_publicationversion.pdf
- Bechmann, K. L. (12 2019). Direktørlønninger og betydningen af korrekt benchmarking. *Finans/Invest*(6), 12-16. Hentet fra https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/59650485/ken_l_bechmann_direkt_rlnninger_publicationversion.pdf
- Bechmann, K. L., Jarmer, A., & Andersson, A. (12 2020). Moderne aktieprogrammer: De skulle være så simple, og så er de faktisk ret komplekse. *Finans/Invest*(6), 13-20. Hentet fra https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/65459978/ken_l_bechmann_et_al_moderne_aktieprogrammer_publicationversion.pdf
- Buch-Hansen , H., & Nielsen , P. (2005). *Kritisk realisme* . Samfundslitteratur.
- Carlsberg A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. København: Carlsberg A/S. Hentet fra <https://www.carlsberggroup.com/media/50957/carlsberg-group-remuneration-report-2021.pdf>

- Chr. Hansen Holding A/S. (2021). *Chr. Hansen 2020/21 - Remuneration Report*. Hørsholm: Chr. Hansen Holding A/S. Hentet fra file:///C:/Users/whoej/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdgeDownloads/85a89508-033f-4c88-9df9-5b398671e8ba/Remuneration%20Report%202021_updated.pdf
- Coloplast A/S. (2021). *Remuneration Report 2020/21*. Humlebæk: Coloplast A/S. Hentet fra https://investor.coloplast.com/contentassets/6001b0a0d06340559e39475f38e465d5/07_2021_remuneration-report-2020-21.pdf
- Contreras, I., & Murphy, A. (2022). Global 2000. *Forbes*. Hentet fra <https://www.forbes.com/sites/isabelcontreras/2022/05/12/inside-the-global-2000-sales-and-profits-of-the-worlds-largest-companies-recovered-as-economies-reopened/?sh=47c21d241141>
- Danao, M., & Bottorff, C. (28. 10 2022). *What Is Full-Time Equivalent (FTE) & How Is It Calculated?* Hentet 22. 12 2022 fra Forbes: <https://www.forbes.com/advisor/business/full-time-equivalent/>
- Danmarks Statistik. (u.d.). *www.dst.dk*. Hentet 2022 fra *www.dst.dk*: <https://www.dst.dk/da/Statistik/temaer/brexit>
- Danske Bank. (11. 03 2020). Hentet 27. 12 2022 fra <https://danskebank.com/-/media/danske-bank-com/file-cloud/2020/3/remuneration-report-2019.pdf?rev=411d20387dce4acebbd604e883b6bcc2>
- Danske Bank A/S. (03. 02 2022). *Remuneration Report 2021*. København: Danske Bank A/S. Hentet fra <https://danskebank.com/-/media/danske-bank-com/file-cloud/2022/2/remuneration-report-2021.pdf?rev=3722a0ab02ef4aa981026d0598e314c5>
- Deloitte. (06 2013). Hentet 30. 12 2022 fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/audit/deloitte-uk-audit-governance-in-brief-directors-remuneration-report-new-regulations-laid.pdf>
- Deloitte. (2022a). *IFRS Introduktion til de internationale regnskabsstandarder*. København: Deloitte. Hentet fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Deloitte-IFRS-bog-2022.pdf>

Deloitte. (22. 10 2022b). Remuneration in Nordic Large-Cap Companies 2021. Hentet 2022. 12 26 fra <https://vimeo.com/752610252>

Demant A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Smørum: Demant A/S. Hentet fra <https://wdh01.azureedge.net/-/media/demant/shared/new-library-2022/remuneration/report/demant-remuneration-report-2021.pdf?la=en&rev=E948&hash=2BFC00380D72D9F1886C5B05CDA444EE>

Det Danske Sprog- og Litteraturselskab. (u.d.a). *Den Danske Ordbog - Moderne dansk sprog*. Hentet 4. august 2022a fra Den Danske Ordbog - Moderne dansk sprog: <https://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=benchmarking>

Det Danske Sprog- og Litteraturselskab. (u.d.b). *Den Danske Ordbog - Moderne dansk sprog*. Hentet 17. september 2022b fra Den Danske Ordbog - Moderne dansk sprog: <https://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=gennemsigthed>

DSV A/S. (2019). Hentet 27. 12 2022 fra <https://docs.dsv.com/group/group-compliance/remuneration-report-2019/>

DSV A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Hedehusene: DSV A/S. Hentet fra <https://docs.dsv.com/group/group-compliance/remuneration-report-2021/>

Eisenberg, E. (16. Oktober 2020). ATP har et kritisk øje på lønpakker til ledelsen i børsnoterede selskaber. Derfor stemmer de oftere imod. *Børsen*. Hentet fra <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/atp-maa-oftere-stemme-imod-store-lonpakker>

Erhvervsstyrelsen . (08. 02 2022b). *Årsrapportens ESG taksonomi*. Hentet fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-vejledning-om-esg-taksonomi>

Erhvervsstyrelsen. (27. 11 2019a). Nye regler om vederlagspolitik og vederlagsrapport. Hentet 11. Juli 2022 fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/nye-regler-om-vederlagspolitik-og-vederlagsrapport>

Erhvervsstyrelsen. (22. 08 2019c). Bekendtgørelse af årsregnskabsloven. *LBK nr 838 af 08/08/2019*. Hentet fra <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2019/838>

Erhvervsstyrelsen. (1. november 2021a). Hentet fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2021-11/Vejledning-vederlagspolitik%20og%20-rapport%203.0%20FINAL-a.pdf>

- Erhvervsstyrelsen. (2021b). *Vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport*. København: Erhvervsstyrelsen. Hentet fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2021-11/Vejledning-vederlagspolitik%20og%20-rapport%203.0%20FINAL-a.pdf>
- Erhvervsstyrelsen. (November 2021c). Hentet fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2021-11/Bilag%201%20-%20V%C3%A6sentlige%20%C3%A6ndringer%20FINAL-a.pdf>
- Erhvervsstyrelsen. (06. 07 2022a). Hentet 22. 12 2022 fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/krav-boersnoterede-virksomheder-og-statslige-aktieselskaber>
- Erhvervsstyrelsen. (27. 11 2019b). Ny vejledning om vederlagspolitik og vederlagsrapport. Hentet 27. Juli 2022 fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/ny-vejledning-om-vederlagspolitik-og-vederlagsrapport>
- EU. (17. 05 2017). *eur-lex.europa.eu*. Hentet fra [eur-lex.europa.eu](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=DA): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=DA>
- FLSmidth & Co A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. København: FLSmidth & Co A/S. Hentet fra <https://www.flsmidth.com/remunerationreport2021>
- Genmab A/S. (2022). *Compensation Report for 2021*. København: Genmab A/S. Hentet fra <https://ir.genmab.com/static-files/2de064ac-e630-4d58-b6d9-656d186d5a0b>
- Giroux, G. A. (2015). *Executive compensation: Accounting and economic issues*. Business Expert Press.
- GN Store Nord A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Ballerup: GN Store Nord A/S. Hentet fra <file:///C:/Users/whoelj/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdgeDownloads/226f9a82-66b9-4b0e-a754-b3d5db482ca1/GN%20Remuneration%20Report%202021.pdf>
- Gorrissen Federspiel, S. K. (2022). UDLANDSNYT - Erhvervsjura - USA - Nye amerikanske Naqdaq-regler om diversitet i bestyrelsen. *Karnov Regnskab og Revision*. Hentet fra <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000886663>
- IFRS. (1. 02 2004). *iasplus.com*. Hentet fra [iasplus.com](https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs2): <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs2>

- IFRS. (1. 01 2011). *iasplus.com*. Hentet fra [iasplus.com](https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19):
<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19>
- IMI PLC. (25. 03 2022). *Annual report 2021*. Hentet 27. 12 2022 fra
<https://www.imiplc.com/investors/annual-reports/year/2021>
- ISS A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Søborg: ISS A/S. Hentet fra
<https://brand.issworld.com/m/1cb6c4270d293ad6/original/Remuneration-Report-2021.pdf>
- Johnson and Johnson . (16. 03 2022a). Hentet 25. 12 2022 fra Annual report 2021:
<https://www.investor.jnj.com/annual-meeting-materials/2021-annual-report>
- Johnson and Johnson. (16. 03 2022b). Hentet 30. 12 2022 fra Proxy stament 2022:
<https://www.investor.jnj.com/annual-meeting-materials/2022-proxy-statement>
- Jyske Bank A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Silkeborg: Jyske Bank A/S. Hentet fra
https://jyskebank.com/wps/wcm/connect/jbc/c5bf5993-d776-4cc1-8ab0-a7402d47f348/Vederlagsrapport_2021-UK.pdf?MOD=AJPERES&CVID=n-STcK0
- Kvale , S., & Brinkmann, S. (2015). *Interview, Det kvalitative forskningsinterview som håndværk*. Hans Reitzel.
- Mikkelsen, K. A., Faaborg, M., Petersen, R. S., Korpela, L. C., & Hovelsø, K. F. (2021). *Opdaterede Anbefalinger for god Selskabsledelse*. Karnov. Hentet fra
https://pro.karnovgroup.dk/document/7000865824/1?frt=vederlag&hide_flash=1&page=1&rank=6#RR2021030034_20210302085316_4
- Netcompany Group A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. København: Netcompany Group A/S. Hentet fra
<file:///C:/Users/whoej/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdgeDownloads/a4168e1e-8f2e-4a3a-9afb-cf85b389c00b/Netcompany%20Group%20Remuneration%20Report%202021.pdf>
- Novo Nordisk A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Bagsværd: Novo Nordisk A/S. Hentet fra
<https://www.novonordisk.com/content/dam/nncorp/global/en/investors/irmaterial/agm/2022/novo-nordisk-remuneration-report-2021.pdf>

- Novozymes A/S. (2019). *Annual report 2022*. Hentet 27. 12 2022 fra <https://investors.novozymes.com/investors/financial-reports/annual-reports/default.aspx>
- Novozymes A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Bagsværd: Novozymes A/S. Hentet fra https://report2021.novozymes.com/PDF/Novozymes_Remuneration_Report_2021.pdf
- Pandora A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. København: Pandora A/S. Hentet fra <https://pandoragroup.com/staticcontent?url=http://pandoragroup.gcs-web.com/static-files/0304c785-99b4-40e9-83eb-8a7d83dbb73f&format=pdf&title=Remuneration%20Report%202021>
- PWC. (u.d.). *Guide to key performance indicators*. Hentet 22. 12 2022 fra https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporate-reporting/assets/pdfs/uk_kpi_guide.pdf
- Rockwool A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Hedehusene: Rockwool A/S. Hentet fra <https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2021/rockwool-remuneration-report-2021-final.pdf?f=20220209131327>
- Royal Unibrew A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Faxe: Royal Unibrew A/S. Hentet fra <https://investor.royalunibrew.com/static-files/294e255b-06d5-4fc2-8523-3bc32fc290df>
- Schaumburg-Müller , P., & Werlauff, E. (2019). *Børs- og kapitalmarkedsret* (6. udg.). København: Djøf Forlag.
- Saad, A. (25. 08 2022). (B. Insider, Redaktør) Hentet 22. 12 2022 fra How market value can help you determine the true worth of company or asset: <https://www.businessinsider.com/personal-finance/market-value?r=US&IR=T>
- Tryg A/S. (2022). *Aflønningsrapport 2021*. Ballerup: Tryg A/S. Hentet fra <https://tryg.com/da/dokumenter/trygcom/2021-remuneration-report-dk.pdf>
- Vestas Wind Systems A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Aarhus: Vestas Wind Systems A/S. Hentet fra https://www.vestas.com/content/dam/vestas-com/global/en/investor/reports-and-presentations/esg/remuneration-reports/Remuneration_Report_2021.coredownload.inline.pdf

Voergaard, P. (19. 03 2020). Hvad er C25-indekset? *Euroinvest*. Hentet 2022. 02 02 fra <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/hvad-er-c25-indekset>

Ørsted A/S. (2022). *Remuneration Report 2021*. Fredericia: Ørsted A/S. Hentet fra <https://orstedcdn.azureedge.net/-/media/annual2021/orsted-remuneration-report-2021.ashx?la=en&rev=cd16bf68c22e4cdc961807d1a8349041&hash=14A175724BC3A5250039145976A95A04>

14 Bilag

Bilag 1 – Interview med Ken L. Bechmann

Interview er afholdt fredag den 03.06.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Ken sendt til hans gennemgang. Ken har over mail, den 25.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Ken Bechmann er professor ved CBS, og har udgivet flere artikler om vederlagsrapportering. Grundet hans ekspertise, er han blevet inviteret til interview.

I interviewet med Ken Bechmann er fokus på, at vederlagsrapporten skal ses i lyset af vederlagspolitikken, som så gør, at selskaberne er påtvunget til at tage stilling til løn. Dette betyder, at ejerne tager mere aktivt ejerskab. Vederlagsrapporten kan ses i sammenhæng med selskabernes langsigtede perspektiv og kan kobles sammen med ESG agendaen.

Ken fortæller, at værdiskabelse generelt ses gennem den viden, som bestyrelsen og aktionærerne kan læse af rapporten. I rapporten gives der indblik i vederlaget, og hvordan dette er sammensat. Det er specifikt om de ydre grænser i forhold til hvad maksimum og minimum vederlag kan være, der er interessant. På samme tid er dette forhold om flere oplysninger også med til at give transparens.

Men der kan vel være nogle udfordringer, hvilket kan opstå i forbindelse med kompleksitet og gennem oplysninger, som ikke inkluderes. Oplysninger som ikke inkluderes i rapporten skyldes, at det for selskabet anses som en forretningshemmelighed.

Bilag 2 – Interview med Martin Faarborg

Interview er afholdt tirsdag den 21.06.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Martin sendt til hans gennemgang. Martin har over mail, den 30.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Martin Faarborg er partner i Deloitte, hvor han primært arbejder med vederlagspolitik og vederlagsrapport. Martin er en del af Assurance Offerings i Deloitte og er ansvarlig for området for bestyrelsesrådgivning i Danmark relateret til god selskabs- og fondsledelse samt rådgivning om revisionsudvalg og vederlagsudvalg.

Martin mener, at vi i Danmark er langt, og at vi i sammenligning med andre Skandinaviske lande generelt er mere transparente. Derudover kommenterer han på, at siden vederlagsrapporten er blevet indført er kvaliteten øget.

Martin udtaler, at sammenlignelighed og transparens skaber værdi for samfundet. For kravet om transparens er følgende information vigtige: historik og beskrivelse af hvorfor lønpakken er sammensat, som den er, f.eks. kampen for at finde og tiltrække de rette talenter, inflation mv.

Han er positiv ift vejledningen fra Erhvervsstyrelsen, da han mener, at denne har skabt en fælles forståelse og ensartning. Erhvervsstyrelsen bør ikke stramme reglerne, da de blot bør sætte et minimum. Der skal være nogle minimumskrav, men der skal også noget frihed for de enkelte selskaber til at foretage tilpasning ud fra, hvad der er vigtigt for dem og deres aktionærer

Bilag 3 – Interview med Peer Schaumburg-Müller

Interview er afholdt torsdag den 11.08.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Peer sendt til hans gennemgang. Peer har over mail, den 25.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Peer er ekstern lektor og har skrevet flere bøger om bl.a. selskabsret og kapital- og børsmæglerret. Udover dette er han bestyrelsesformand i TDC Pensionskasse og har selv tidligere arbejdet ved Københavns Fondsbørs.

Peer fortæller, at vederlagspolitikkerne er for at sikre at aktionærerne får indflydelse, og at politikkerne primært er henvendt til aktionærerne. Vederlagsrapporten er derimod bredere og henvender sig til flere brugere.

Peer fremhæver følgende forhold: at rapporten er opdelt på personniveau, og CEO-ratio som nogle af de væsentligste elementer i rapporten. Yderligere skal strategi fremhæves, da der skal være sammenhæng mellem selskabernes strategi og vederlag her specifikt, hvad man ønsker at opnå med incitamentsprogrammerne. Peer mener dog, at der fortsat er plads til forbedring i vederlagsrapporterne på dette område.

Nogle af de udfordringer der kan være ved incitamentsaflønning:

1. At der betales for en service, som man ikke modtager, hvilket skal forstås som incitamentsprogrammet ikke har den virkning, som var hensigten.

2. At incitamentsprogrammet virker modsat den strategi, som er sat for selskabet.

Der er vigtigt, at selskabets strategi er afspejlet i vederlaget, da dette er med til at skabe motivation for at arbejde mod det samme mål.

Peer anbefaler selskaberne at være præcise og tilråder, at aktionærene er mere aktive og går ind i debatten, hvis der ønskes ændringer. Direktivet giver mulighed til aktionærene, herefter af det op til dem at tage imod denne mulighed.

Bilag 4 – Interview med Søren Thor Jensen

Interview er afholdt torsdag den 10.06.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Søren sendt til hans gennemgang. Søren har over mail, den 28.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Søren arbejder hos Novo Nordisk og er med til at udarbejde vederlagsrapporten for selskabet. Søren har en juridisk baggrund, og har været ved Novo Nordisk i over 20 år.

Søren fortæller hvordan Novo Nordisk, allerede inden kravet kom, har offentliggjort information om vederlag til aktionærene, her var det inkluderet i årsrapporten.

For Søren er det vigtigste formål med vederlagsrapporten:

1. At overholde lovgivningen.
2. At undgå mytedannelser og unødige diskussioner, da de ønsker at afdramatisere ledelses aflønning.

Søren er meget bevist om, at der er mange brugere af denne rapport, og nævner til mødet en lang liste af de brugere, som han har identificeret og overvejet i forbindelse med udarbejdelsen af rapporten. En type brugere som Novo Nordisk har modtaget meget feedback fra er medarbejderne, som aktivt har brugt rapporten og har kommenteret på nogle forhold. Dette er så også blevet ændret i 2021.

For Novo Nordisk har vederlagsrapporten fra 2021 været fokuseret på at forklare de ændringer, som er foretaget. Da dette er identificeret som en vigtig information, er det placeret tidligt i rapporten.

Transparens er en udvikling der for Novo Nordisk er sket over tid, og som der diskuteres hvert år for at sikre, at rapporten har en høj kvalitet. Rapporten er lang, men dette er for at understøtte al den information, som skal gives for at skabe transparens.

De vigtigste elementer i rapporten for Søren er:

1. Benchmarking
2. Incitamentsprogrammerne og deres KPI'er

Bilag 5 – Interview med Michal Danielewicz

Interview er afholdt torsdag den 17.06.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Michal sendt til hans gennemgang. Michal har over mail, den 25.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Michal er co-founder af selskabet St. Petri Capital, som er et investeringsselskab med fokus på små og mellem størrelses selskaber i Europa.

Michal nævner tidligt, at de i deres overvejelser ikke gør brug af vederlagsrapporten.

Vederlag er for dem ikke noget, som bliver kigget på separat, men det er dog en del af de punkter, som bliver gennemgået, når der foretages en vurdering af selskabet.

Vederlag kan dog være noget som giver anledning til spørgsmål, hvis beløbet synes stort. Her er der ikke en specifik grænse, men det er ud fra deres professionelle dømmekraft.

Dømmekraften er baseret på viden, som er opnået gennem deres review af mange andre selskaber. Vederlag er oftest ikke et problem, da de har stor forståelse for dette og for brugen af performance elementer.

Selvom rapporten ikke for nuværende er noget som aktivt bruges, har Michal nogle ideer som for investor er relevant. Rapporten skal være nem og overskuelig. Michael forslår selv én side med kort opsummering.

Bilag 6 – Interview med Anders Folmer

Interview er afholdt fredag den 19.08.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Anders sendt til hans gennemgang. Anders har over mail, den 25.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Anders er Senior Portfolio Manager i det danske aktieteam hos ATP. ATP er meget aktive i deres rolle og har udtalt sig offentligt om vederlag i Danmark.

For ATP investeres i selskaber, og de ønsker i de danske selskaber at tage en aktiv rolle. Det betyder, at der tages aktiv stilling til det forretningsmæssige med også sammensætningen af bestyrelsen.

Anders fortæller, at det vigtige ved vederlag er at kunne tiltrække de rigtige talenter til selskabet. Til brug for denne vurdering kigges der på lønpakken som helhed, da de ønsker en sund sammensætningen og ikke kun bonus. For bonus er detaljer vigtige, dette gælder sammensætningen, KPI'er og oplysninger om minimum og maksimum grænser for bonussen.

Benchmarking nævnes også som et vigtigt element, her er det vigtigt, hvem der benchmarkes mod.

For transparens er det vigtigt, at teksten ikke er for lang og kompliceret. Sproget og teksten skal være til at forstå. Lange kompliceret tekstdele kan have den modsatte effekt og mindske transparensen.

Som et godt eksempel nævner han SimCorp og deres vederlagsrapport. Denne vederlagsrapport er ikke blevet analyseret, da det ikke er en del af C-25 selskaberne.

Bilag 7 – Interview med Thomas Thune Andersen

Interview er afholdt fredag den 12.08.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Thomas sendt til hans gennemgang. Thomas har over mail, den 27.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Thomas er bestyrelsesformand for Ørsted, men sidder også i bestyrelsen hos andre selskaber, bl.a. et britisk selskab, hvor han ligeledes er bestyrelsesformand. Udover dette er Thomas også en del af Komiteen for god Selskabsledelse.

Thomas fortæller af rapportering er kritisk, og at han igennem sin tid har set en stor udvikling. Her gennem de senere år har han oplevet en øget opmærksomhed fra aktionærerne, specielt i vurderingen om, hvad er rimeligt; vurderingen af om lønnen er på niveau, over eller under gennemsnittet.

Vejledningen fra Erhvervsstyrelsen er meget bred, og der er en mangel på struktur. Komiteen for god Selskabsledelse har kommenteret på dette, og ønsker at der det bliver tydeligere om strukturen.

Rapportering har to formål:

1. At overholde lovgivningen.
2. At skabe transparens.

Transparens skaber værdi også internt i selskabet. Kommunikation og transparens er noget, som skal prioriteres.

Rapporten skal indeholde, hvad der er bestemt i vederlagspolitikkerne. KPI'er skal beskrives og særligt, hvordan disse har sammenhæng med selskabets strategi. I forhold til strategi bliver det dog nævnt, at der kan være nogle oplysninger, som ikke er hensigtsmæssige at oplyse grundet konkurrenterne, da de ville kunne få en indsigt. Der skal bestræbes på, at der oplyses om så meget så muligt, men der skal også tages hensyn til selskabet, så der ikke oplyses noget, som er en forretningshemmelighed. Denne grænse er svær og det vil altid være et dilemma.

Vederlagsrapportering er en udviklingsrejse, og rapporterne er gennem årene blevet mere detaljerede, og fremtiden kunne godt bringe endnu mere detaljerede vederlagsrapporter.

Til brug for vurdering af lønnen bruges benchmarking. For benchmarking burde der skrives om peergruppen, og hvordan de også har udviklet sig. CEO-ratio er et nøgletal, som kan fortælle noget om gearingsforholdet, men denne ratio er unuanceret.

Et andet element som benyttes til vurdering af lønnen er "equal pay", som angiver lønforholdet mellem kønnene. Hvis der ses en forskel, burde dette klart inkluderes, og hvordan selskabet vil arbejde med dette for at mindske forskellen.

I England ses et større pres for at der beskrives om sammenhængen mellem strategi og vederlag. Det kan være vanskeligt at inkludere, men det er vigtigt. De KPI'er som er sat skal have sammenhæng med strategien. Denne sammenhæng beskrives ikke i

vederlagsrapporterne i Danmark, da det anses for at være forretningshemmeligheder, hvormed informationen er begrænset omkring KPI, strategi og vederlag.

Komiteen for god selskabsledelse ser, at der stadigvæk er plads til forbedring, og vil gerne hvis muligt forsøge at hjælpe med at øge kvaliteten. Mere præcist vil de gerne foretage en sammenholdelse med selve rapporterne og deres anbefalinger. Komiteen selv har dog ikke ressourcerne til en fuldstændig gennemgang. ESG-rapporteringen kommer også til at have en indflydelse, da der er elementer i denne, som er linket til aflønningen.

Bilag 8 – Interview med Anne Louise Eberhard

Interview er afholdt tirsdag den 30.08.2022 via Microsoft Teams.

Efter interview er tekst hvor der refereres til Anne Louise sendt til hendes gennemgang. Anne Louise har over mail, den 25.11.2022, bekræftet nedenstående tekst:

Anne Louise er bestyrelsesmedlem hos flere selskaber bl.a. FLSmidth og Bavarian Nordic og selskaber med forskellige ejerformer.

For Anne Louise handler aflønning om at hjælpe ledelsen med at fokusere, og derfor skal der være sammenhæng mellem formål og strategien for selskabet. Hendes grundfilosofi er ordentlighed, som betyder, at der skal være formål og en forståelse af virksomhedens rolle i samfundet. Hvordan kan vi skabe værdi for flere? ESG-mål har derfor en stor betydning.

Vederlag i Danmark, ikke kun på toplederniveau, er og har traditionelt være tabubelagt, bl.a. i forhold til de andre skandinaviske lande, hvilket er imod transparensen. Derfor er det fint med regler om vederlag, i hvert fald for topledelse, da det stiller krav til en vis transparens.

KPIer er et svært emne og specielt vedr. sustainability og specielt hvordan dette måles og opgøres kan være svært. Derudover at vælge de rette KPI'er kan være svært, men det er vigtigt, at der er sammenhæng mellem virksomhedens formål, strategi og KPI'er. Det er et område, der først er ved at komme med i vederlagsrapporterne i disse år, men noget som vi bør blive bedre til. Der er dog også en vigtig balance i forhold til forretningshemmeligheder.

For benchmarking er det vigtigt at overveje de rette selskaber at benchmarke op imod. Dette kan være størrelse, kompleksitet, brancheforhold og et internationalt element. Det er vigtigt, at lønnen er afstemt virksomhedens forhold og i øvrigt passende ud fra bl.a. en etisk vinkel.

CEO-ratio er et blandt mange nøgletal, men ikke altid passende at bruge. Her skal igen overvejes benchmarking, da der er forskel på selskaberne og sammensætningen af medarbejdere. En virksomhed med mange ufaglærte ansatte vil f.eks. ikke kunne sammenlignes med en virksomhed med højtuddannede medarbejdere og med helt specielle kompetencer.

Anne Louise lægger stor vægt på, at der er plads til forskellighed og den situationsbetingede vinkel, men er også enig i, at der bør sættes standarder for rapportering mv.

En vigtig ressource i Danmark er mennesker, kompetencer og knowhow. Derfor skal vi sikre, at Danmark kan tiltrække og bevare talenter og kompetencer i sine virksomheder. Denne tiltrækningskraft handler ikke kun om løn men også om, at vi skaber kraftcentre af viden, gode arbejdsforhold, og dermed miljøer, der gør det attraktivt at arbejde her. Lønniveau og skatteforhold er selvfølgelig væsentlige, men de andre forhold skal også være på plads. Hvis vi begrænser lønniveauet, kan vi potentielt miste en stor talentmasse.

Derudover skal det også nævnes, at der også skal rapportere på lige løn mellem køn og evt. andre grupper af medarbejdere. Det er voldsomt uetisk, at vi ikke for længe siden har fået løst det problem.