

**Rapport:**

**Anvendelsen af optionsafløbning i  
danske børsnoterede selskaber  
i perioden 1995-2006\***

**Udarbejdet af**

**Professor Ken L. Bechmann, ph.d.  
Institut for Finansiering  
CBS – Handelshøjskolen i København  
E-mail: kb.fi@cbs.dk**

**for**

**Økonomi- og Erhvervsministeriet**

**12. maj 2007**

---

\* Gengivelse af de her angivne resultater samt anvendelse af figurer og tabeller er tilladt under forudsætning af tydelig kildeangivelse. Simon K. Kristensen og Jane Lee Lohff takkes for uundværlig forskningsassistance og Økonomi- og Erhvervsministeriet takkes for finansiel støtte.

## **1. Indledning**

Formålet med denne rapport er at give en overordnet beskrivelse af anvendelsen af optionsafløbning i danske børsnoterede selskaber med fokus på udviklingen over tid frem til og med 2006, dvs. rapporten vil indeholde helt nye resultater i forhold til tidligere undersøgelser. Tilsvarende vil rapporten også indeholde en beskrivelse af, hvad der karakteriserer den optionsafløbning, der senest er blevet tildelt.

Rapporten vil dermed primært være ”afrapporterende” og vil ikke indeholde fortolkninger eller diskussioner af disse resultater. I stedet vil rapporten, for de særligt interesserede, i flere tilfælde indeholde referencer til artikler, hvor sådanne diskussioner tidligere er foretaget og/eller, hvor de præsenterede resultater er behandlet mere detaljeret.<sup>1</sup>

## **2. Data**

Data stammer fra en opdatering og udvidelse af en større database med oplysninger om optionsafløbning i danske børsnoterede selskaber. Database er behandlet i Bechmann og Jørgensen (2003), hvor en detaljeret beskrivelse af databasen kan findes. Det skal dog nævnes her, at databasen indeholder detaljer om anvendelse af optionsafløbning i de danske børsnoterede selskaber siden 1995, hvor optionsafløbning holdt sit indtog. Selve informationen er bestemt gennem en omhyggelig gennemgang af den information, som selskaberne, jf. gældende oplysningskrav, skal levere igennem fondsbørsmeddelelser og årsregnskaber. I enkelte tilfælde er der også hentet information fra selskabernes hjemmesider. Database er således alene baseret på offentlig tilgængelig information, og der har ikke været rettet henvendelse til de enkelte selskaber for at forbedre denne information.<sup>2</sup>

I forhold til de selskaber, der betragtes i databasen, skal det også bemærkes, at det primært er optionsafløbning, der betragtes i detaljer og dermed eksempelvis værdiansættes m.v. Dette diskuteres yderligere i afsnit 3.4.

## **3. Resultater**

### **3.1 Selskaber med optionsafløbning**

Udviklingen i antallet af selskaber, der anvender en eller anden form for optionsafløbning, fremgår af figur 1. Heraf ses, at antallet af selskaber med optionsafløbning steg kraftigt fra 5 selskaber i 1995 til 107 selskaber i 2001. Dette svarer til en stigning i andelen af selskaber med optionsafløbning fra 2% til 49%. Herefter har antallet været faldende således, at der i 2005 var 68 selskaber, der anvendte optionsafløbning, svarende til 38% af alle børsnoterede selskaber. I 2006 observeres dog igen en stigning således, at antallet nu er oppe på 86 svarende til en andel på 47%. Sidstnævnte stigning

---

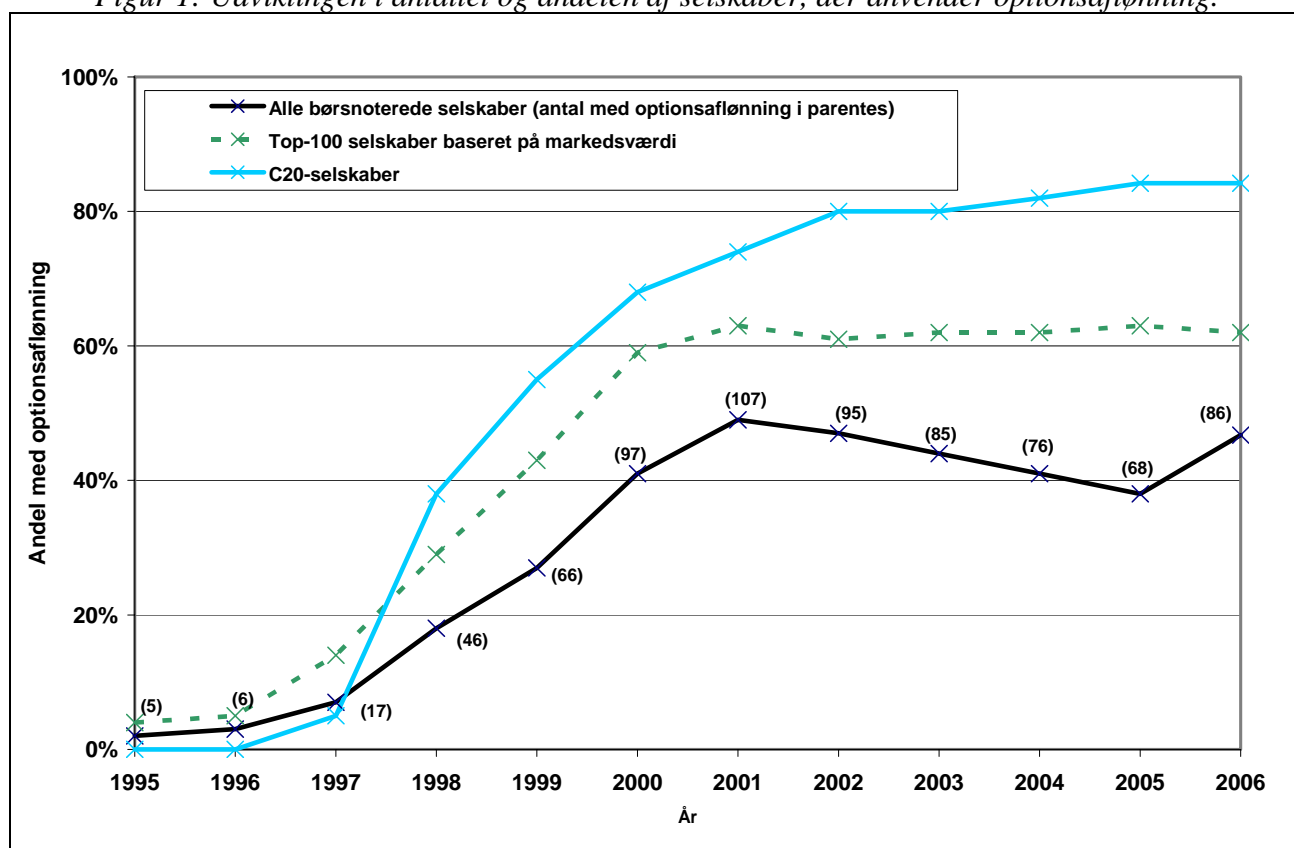
<sup>1</sup> Diskussionerne og konklusioner i de refererede artikler skal dog alene tages som udtryk for forfatterens holdninger.

<sup>2</sup> I forhold til tidligere resultater baseret på databasen skal det bemærkes, at disse normalt er beregnet i det sene efterår, hvor alle regnskaber vil være offentliggjort. I skrivende stund mangler stadig enkelte regnskaber for regnskabsåret 2006. Tilsvarende mangler der også regnskaber for et par selskaber med forskudt regnskabsår. Dette betyder, at resultaterne i disse tilfælde er baseret på tidligere års regnskaber og fondsbørsmeddelelser, hvorfor resultaterne for disse selskaber ikke vil være helt opdateret. Det er dog forfatterens klare overbevisning, at dette ikke har væsentlig betydning for de efterfølgende resultater.

skyldes blandt andet, at en lang række af de nyligt noterede selskaber på Københavns Fondsbørs anvender optionsaflønnig. Yderligere er der flere selskaber, der har holdt en pause med anvendelsen af optionsaflønnig, men som i 2006 er begyndt igen.

Figur 1 viser også, at andelen af selskaber med optionsaflønnig er større blandt de største selskaber. Her har andelen med optionsaflønnig været relativt stabil i perioden 2001/2002 til 2006. At andelen af selskaber med optionsaflønnig er stigende med størrelsen ses også ved at betragte andelen på tværs af de nye størrelsesopdelinger, som Københavns Fondsbørs har indført. Her viser det sig, at andelen blandt SmallCap er på 30%, blandt MidCap er den på 62%, mens den blandt LargeCap er helt oppe på 79%.

Figur 1: Udviklingen i antallet og andelen af selskaber, der anvender optionsaflønnig.

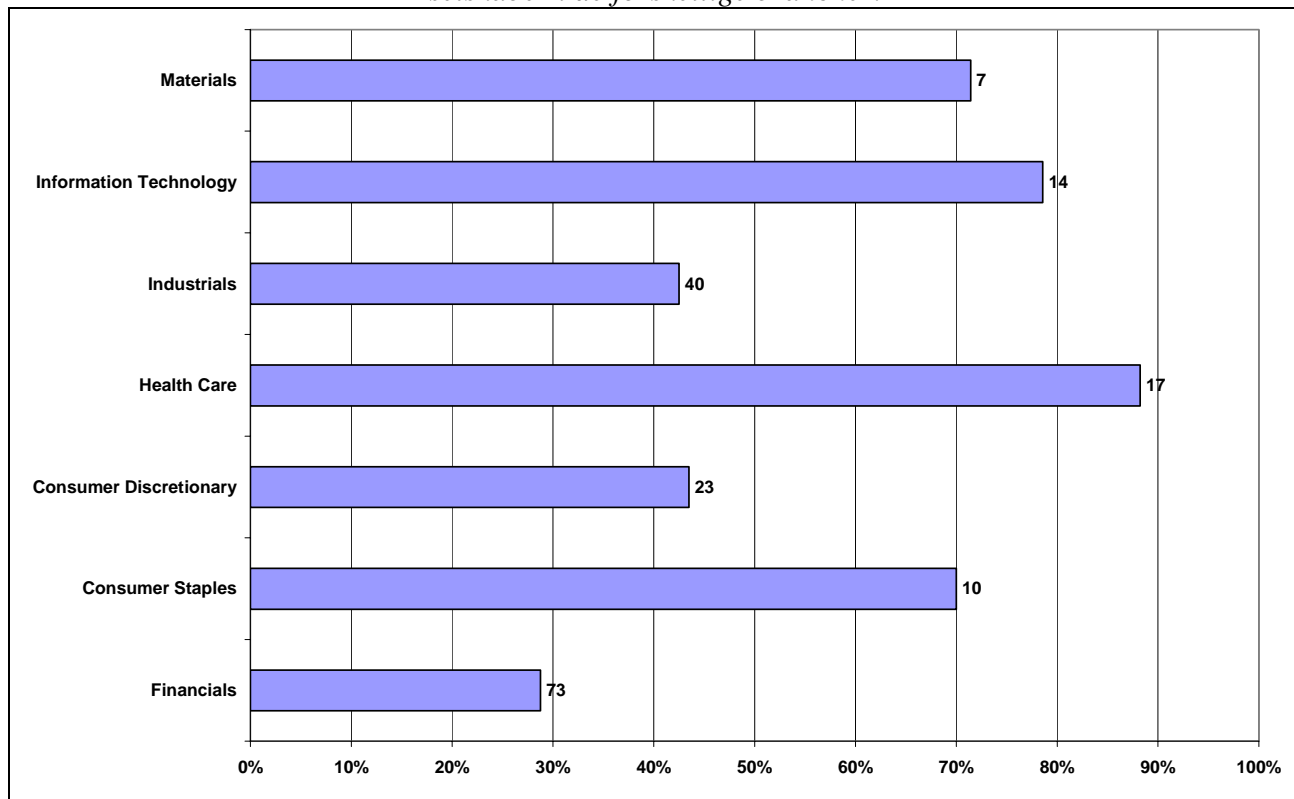


### 3.2 Anvendelsen af optionsaflønnig indenfor forskellige brancher

Figur 2 viser anvendelsen af optionsaflønnig i forskellige brancher ultimo 2006.<sup>3</sup> Heraf ses, at det specielt er i *Health Care* og *Information Technology*, at optionsaflønnig er anvendt hyppigt. Omvendt er optionsaflønnig ikke så hyppigt forekommende i *Financials*, hvor det dog kan bemærkes, at der er observeret en stigning i forhold til 2001. Interessant nok skyldes denne stigning primært, at flere mindre banker nu anvender optionsaflønnig. Således var der i 2001 kun 4 banker med optionsaflønnig (se Bechmann og Jørgensen, 2003), mens det tilsvarende tal for 2006 er 11.

<sup>3</sup> Der ses her bort fra de par brancher på Københavns Fondsbørs, hvor der kun findes et selskab.

Figur 2: Den relative hyppighed af optionsaflønnning i forskellige brancher ultimo 2006 (opdeling og betegnelse som anvendt af Københavns Fondsbørs). Tal for enden af søjlerne angiver samlet antal selskaber i de forskellige brancher.



### 3.3 Udvikling i informationskvalitet

Det fremgår af en række forskellige reguleringer, at selskaber er forpligtiget til at levere information om den anvendte optionsaflønnning. De forskellige reguleringer er listet og kort beskrevet i Bechmann og Hjortshøj (2006a).<sup>4</sup> Selv om kravene løbende er skærpet, præciseret og er formuleret på forskellige måder forskellige steder, så har danske børsnoterede selskaber, jf. Københavns Fondsbørs' oplysningsforpligtelser, siden 1999 eksplicit skullet informere omkring optionsaflønnning, og denne information skulle som grundregel "muliggøre en værdiansættelse af denne".<sup>5</sup> Med ny regnskabsstandard, IFRS 2, med virkning fra og med 1. januar 2005, er der yderligere kommet øget fokus på, at der også skal leveres information om udviklingen i optionsaflønnning i løbet af et givet regnskabsår samt på, at optionsaflønnningen skal værdiansættes, og det skal i detaljer beskrives, hvorledes disse værdier er fremkommet.

Figur 3 betragter udviklingen i kvaliteten af den leverede information. Dette gøres ved hvert år at gruppere selskaberne i kategorierne "fyldstgørende", "mangelfulde" og "nærmest intetsigende". Betegnelsen "fyldstgørende" gives de selskaber, hvor informationen vurderes at være helt i overensstemmelse med det overordnede krav om, at en rimelig præcis værdi af optionsaflønnningen

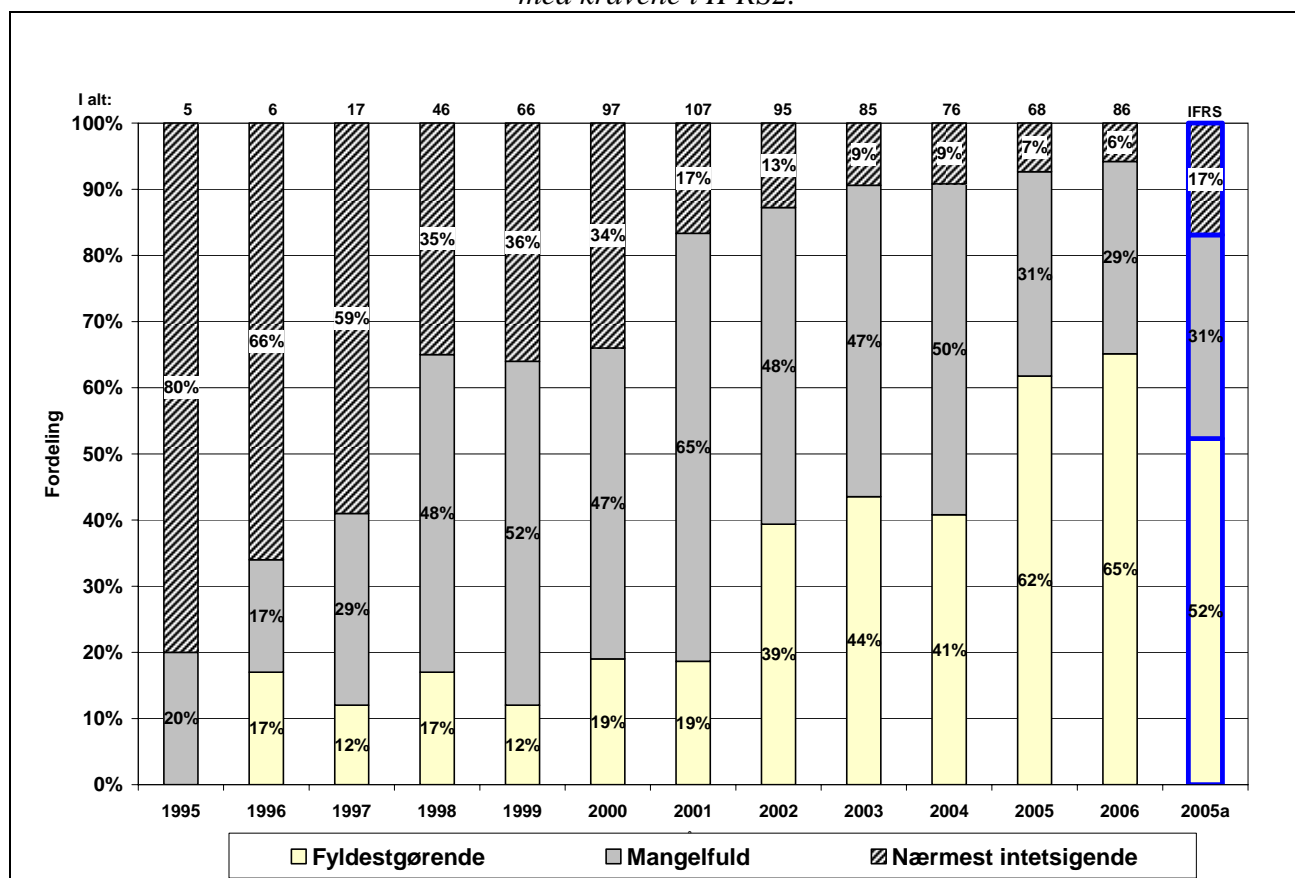
<sup>4</sup> Den krævede information er også diskuteret i Københavns Fondsbørs Børsfokus nr. 55: *Information om incitamentsprogrammer*, der blandt andet også foreslår en konkret tabel, som selskaberne med fordel kan anvende i forbindelse med leveringen af den krævede information.

<sup>5</sup> En grundig diskussion af, hvorfor denne information er vigtigt samt en første kritik af selskabernes evne/vilje til at levere denne information findes i Bechmann og Jørgensen (2002).

kan beregnes. ”Mangelfuld” gives, hvis informationen ikke vurderes at være detaljeret nok til, at en rimelig præcis værdi af optionerne kan beregnes. Eksempelvis vil manglende præcision i angivelsen af udløbsdato, udnyttelseskurs, personkreds og/eller tildelingsdato føre til, at oplysningen stemples som mangelfuld. Endelig bruges ”nærmest intetsigende”, hvis helt central information mangler. Sådant information kan være antallet af optioner, optionernes udnyttelseskurs eller deres løbetid. Mangler sådan information, er det ikke muligt at foretage en værdiansættelse af den pågældende options aflønning.

For at give et mere detaljeret billede af oplysningskvaliteten er der specielt for 2005 foretaget en tilsvarende opdeling, men med udgangspunkt i de skærper, der har været i oplysningskravene i forbindelse med indførelsen af IFRS 2 (angivet som 2005a i figur 3). ”Fyldestgørende” er her betegnelsen for de selskaber, der leverer information *rimeligt* i overensstemmelse med IFRS 2, dvs. at hvis det ”kun” er enkelte mindre betydningsfulde detaljer, der mangler, så kan et selskab stadig opnå betegnelsen ”fyldestgørende”. ”Mangelfuld” gives til selskaber, hvor relativ central information i forhold til IFRS 2 må siges at mangle. Eksempler herpå kunne være, at der mangler information om ændringer i udestående optioner i løbet af regnskabsåret, eller der mangler detaljer om, hvorledes værdiansættelsen er foretaget. ”Nærmest intetsigende” gives i de tilfælde, hvor en del central information helt mangles. Der henvises til Bechmann og Hjortshøj (2006a) for en yderligere diskussion af informationskravene i IFRS2.

Figur 3: Udviklingen i kvaliteten af den information, der leveres om options aflønning. For alle år vurderes, i hvor høj grad den leverede information muliggør en værdiansættelse af options aflønning. Undtaget er 2005a (IRFS), hvor det vurderes i hvor høj grad informationen er i overensstemmelse med kravene i IFRS2.



Figuren viser, at informationskvaliteten er forbedret over tid. Specielt ses, at hver gang kravene er skærpet, så ser det ud til at have en positiv effekt på den helt centrale information, selskaberne bør levere om den anvendte optionsaf lønning. Eksempler herpå er stramningen af *Udstederforpligtelserne* i 2002 og indførelsen af IFRS2 i 2005. I 2006 ses stadig, at en række selskaber ikke leverer den helt centrale information, som de har været afkrævet siden 1999. Det skal for god ordens skyld bemærkes, at flere af de selskaber, der leverer nærmest intetsigende information i 2006, er selskaber, der lige er blevet noteret.

Som nævnt indeholder IFRS2 en række yderligere informationskrav udover, hvad der er krævet for at optionsaf lønningen kan værdiansættes. For 2005 ses, at 62% af selskaberne leverer information, der muliggør en præcis værdiansættelse af optionsaf lønningen, mens kun 52% kan siges at overholde de skrappe krav i IFRS2.

### 3.4 Karakteristika af optionsaf lønning ved tildeling

Det følgende betragter de vigtigste karakteristika af optionsaf lønning ved tildeling, dvs. der gives en beskrivelse af, hvad der karakteriserer optionerne på tildelingstidspunktet.

For at give et så aktuelt billede af dette som muligt, betragtes for de forskellige selskaber i dette afsnit alene den *seneste* tildeling af optionsaf lønning.<sup>6</sup> For ikke at betragte gamle tildelinger, så medtages et selskab kun, hvis det har foretaget en ny tildeling af optionsaf lønning efter 1. januar 2005. Alt i alt er der tale om tildelinger i 68 forskellige selskaber, så det følgende vurderes at give et aktuelt og bredt indblik i karakteristika af nye tildelinger af optioner på tværs af selskaberne.

De her præsenterede resultater vil således være opdateringer af de resultater, der præsenteres og diskuteres i Bechmann og Jørgensen (2003).

#### 3.4.1 Typer af instrumenter

I forhold til en bred definition af optionsaf lønning – eller endnu bredere aktieløn – så findes der en række instrumenter, som selskaberne kan anvende. Dette varierer helt fra medarbejderaktier til favørkurs, fantomaktier over konvertible obligationer til sædvanlige optioner og tegningsretter (tegningsoptioner/warrants). Som indikeret tidligere, fokuserer denne undersøgelse på de instrumenter, der involverer optioner, hvorfor medarbejderaktier ikke betragtes her.<sup>7</sup>

I gennemgangen af de nyeste tildelinger viser det sig, at der alene er anvendt sædvanlige optioner eller tegningsretter, hvor forskellen mellem disse går på, hvorvidt der ved udnyttelse modtages eksisterende aktier eller eventuelt kontant afregning (sædvanlige optioner) eller der modtages nyudstedte aktier (tegningsretter). Fordelingen for de betragtede tildelinger er 65% sædvanlige optioner og 35% er tegningsretter.

#### 3.4.2 Typer af optioner

Et andet vigtigt forhold i forbindelse med de tildelte optioner er, hvornår modtageren kan udnytte disse. Her tales der typisk om europæiske optioner, der kun kan udnyttes på udløbstidspunktet og amerikanske, der kan udnyttes i hele løbetiden. Denne opdeling kan dog ikke direkte anvendes i forbindelse med optionsaf lønning. Dette skyldes blandt andet, at der som regel kun vil være en periode (udnyttelsesvindue på et par uger) typisk i forbindelse med delårs- eller årsrapporter, hvor udnyttelse er tilladt. Tilsvarende vil der ofte gå en længere tidsperiode (vesting periode på et par år)

<sup>6</sup> Flere selskaber informerer i 2006 regnskabet om en tildeling foretaget i 2007. Selv om denne tildeling ikke medregnes i de efterfølgende værdiopgørelser, så er det denne tildeling, der her vil blive betragtet som seneste tildeling.

<sup>7</sup> Talrige selskaber anvender eksempelvis såkaldte restricted stocks samtidig med egentlig optionsaf lønning. I det følgende kategoriseres de derfor som tildelende optionsaf lønning.

inden udnyttelse er mulig første gang. Længden osv. af disse perioder fremgår af nedenstående. Her skal det blot nævnes, at betegnelsen amerikansk option bruges om de optioner, hvor udnyttelse er muligt i angivne udnyttelsesvinduer placeret over en tidsperiode, der er længere end et år. Tilsvarende vil europæisk type bruges om optioner, hvor der kun er ét kortere udnyttelsesvindue i forbindelse med udløb. Endelig vil der være en mellemting, hvor der således er flere separate udnyttelsesvinduer, men hvor disse er placeret indenfor en periode kortere end et år.

Med disse definitioner er 75% af de betragtede tildelinger amerikanske, 16% europæiske, mens de resterende 9% må betegnes som en mellemting.

### 3.4.3 Løbetid af optioner ved tildeling

I forlængelse af diskussionen om amerikansk/europæisk type er det naturligt at betragte den samlede løbetid af optionerne samt, for de amerikanske optioner, længden af vesting perioden. Disse resultater fremgår af tabel 1. Fra tabellen ses, at den typiske løbetid er 5 år men varierer på tværs af selskaberne, eftersom de korteste optioner har en løbetid på 2 år, mens den længste løbetid er 10 år. Dette billede er stort set uændret i forhold til resultaterne for tidligere års tildelinger (se Bechmann og Jørgensen, 2004).

	Samlet løbetid (år)	Vesting periode (år)
Gennemsnit	5,4	2,5
Median	5,0	3,0
Minimum	2,0	0,2
Maksimum	10,0	4,1

Tabel 1: Samlet løbetid af alle tildelte optioner og længden af vesting periode for amerikanske optioner.

### 3.4.4 Fastlæggelse af og løbende ændringer i udnyttelseskursen

Specielt i forbindelse med udnyttelseskursen er der en aktuell debat om, hvorledes denne bør fastlægges og eventuelt justeres over tid. Mulighederne spænder vidt lige fra en fast udnyttelseskurs, der kan være under, lig med eller over aktiekursen på tildelingstidspunktet til udnyttelseskursen, der hvert år enten opjusteres med en fast procentsats eller justeres i forhold til udviklingen på et givet indeks (benchmark).<sup>8</sup> Selv om sidstnævnte – såkaldt indeksering – har været anvendt af et par danske børsnoterede selskaber, så er der ikke fundet sådanne tilfælde i de betragtede tildelinger i perioden 2005-2007. Der er derimod fundet eksempler på mange andre kombinationer, hvilket søges beskrevet i tabel 2.

Panel A:		Panel B:	
	Aktiekurs / Udnyttelseskurs	Justering i udnyttelseskurs	Årlig procentsats
Gennemsnit	1,10	Nej 72%  Ja 28%	Gennemsnit 5,9%
Median	1,00		Median 5,0%
Minimum	0,80		Minimum 1,4%
Maksimum	4,53		Maksimum 10,0%

Tabel 2: Fastlæggelse af og justeringer i udnyttelseskursen. Panel A betragter forholdet mellem aktiekursen og udnyttelseskursen på tildelingstidspunktet. Panel B viser andelen, der løbende justerer udnyttelseskursen og den årlige procentsats for disse justeringer.

<sup>8</sup> En lang række selskaber – også dem med fast udnyttelseskurs – justerer dog denne for udbetalinger af udbytte. Denne justering betragtes ikke her.

Fra panel A i tabel 2 ses, at det hyppigst forekommende er at tildele optioner med en udnyttelseskurs svarende til aktiekursen på tildelingstidspunktet, men også, at der er eksempler på selskaber, der både sætter udnyttelseskursen lavere og højere. Selve fordelingen er stort set den samme som den, der findes, hvis tidligere tildelingen betragtes (Bechmann og Jørgensen, 2004, betragter karakteristika ved udnyttelseskursen på tildelingen frem til og med 2002). Fra panel B ses, at i 28% af optionstildelingerne opjusteres udnyttelseskursen løbende, og det ses, at blandt disse varierer den årlige justering af udnyttelseskursen mellem 1,4% og 10%. I forhold til tidligere tildelingen er det blevet mere udbredt løbende at opskrive udnyttelseskursen. Bechmann og Møller (2003) beskriver forskellige eksempler på justeringer i udnyttelseskursen og diskuterer de mulige konsekvenser af disse for udnyttelsesadfærden.

#### 3.4.5 Tildelings- eller performancekriterier

Der er også løbende en diskussion om, hvorvidt optioner kun skal gives som en form for bonus for opnåede resultater eller bør tildeles "gratis" for på den måde løbende at skabe de rette incitamenter. Det er derfor interessant at undersøge, i hvor høj grad de betragtede optionsprogrammer er tildelt "gratis" eller baseret på opfyldelse af nogle fastlagte mål.<sup>9</sup> Her skal det også bemærkes, at det ikke er alle selskaber, der oplyser klart og tydeligt om, på hvilket grundlag optionerne tildeles.

Blandt de betragtede tildelingen er der 11 selskaber (16%), der eksplicit angiver, at hele eller en væsentlig del af optionerne kun vil blive tildelt under forudsætning af opfyldelse af nogle mere eller mindre klart beskrevne mål. I forhold til resultaterne i afsnit 3.4.4 er det også værd at bemærke, at ingen af disse selskaber opskriver udnyttelseskursen, og at det gennemsnitlige forhold mellem aktiekurs og udnyttelseskurs på tildelingstidspunktet er 1,5, samt at ingen af de tildelte optioner har en udnyttelseskurs, der er større end aktiekursen på tildelingstidspunktet.

#### 3.4.6 Fordeling på modtagergrupper

Som det sidste aspekt af de betragtede tildelingen undersøges fordelingen af optionerne på forskellige modtagergrupper. Typisk angives denne i overensstemmelse med informationskravene som en fordeling på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og øvrige medarbejdere. Da specielt sidstnævnte opdeling ikke er klar og tilsyneladende varierer meget selskaberne imellem, betragtes disse to samlet som medarbejdere i det følgende.

Af de betragtede tildelingen inkluderer 14% bestyrelsen, 98% direktionen og 86% medarbejdere. For medarbejdergruppen er det ikke alle selskaber, der angiver, hvor mange personer, der er tale om. Denne information haves dog for 44 af de 54 selskaber, der tildeler optioner til andre medarbejdere end direktionen. Her viser det sig, at andelen af medarbejdere, der tildeles optioner, svinger meget på tværs af selskaberne og synes naturligvis specielt at afhænge af selskabets størrelse og branche. Alt i alt drejer det sig om cirka 8.000 medarbejdere i disse 44 selskaber med et samlet antal medarbejdere på over 200.000, hvilket svarer til, at cirka 4% af medarbejderne i disse selskaber tildeles optioner. Som nævnt, så dækker dette dog over meget store variationer. Således er der for flere selskaber, primært i *Health Care* industrien, tale om, at samtlige medarbejdere tildeles optioner. Omvendt er der i andre – ofte større selskaber – tale om, at under 1% af medarbejderne tildeles optioner.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Her ses bort fra det generelle krav om, at modtageren skal være ansat i selskabet på udnyttelsestidspunktet. Dette krav angives i hovedparten af de betragtede tildelingen.

<sup>10</sup> Det er her også interessant at bemærke, at der er flere store selskaber, der på et tidspunkt har tildelt optioner til samtlige medarbejdere svarende til flere tusinde medarbejdere. Ét af disse selskaber har tilsyneladende valgt at standse denne praksis mens et andet har valgt at foretage sådanne omfattende tildelingen flere gange.



### 3.5 Værdier af optionsafløjning

#### 3.5.1 Værdier af udestående optioner

Inden de overordnede værdier af optionsafløjning angives, skal det understreges, at det følgende alene betragter værdier af optionsafløjning (sædvanlige optioner og tegningsretter) samt, at der kun betragtes selskaber, hvor informationen er tilstrækkelig til at kunne foretage en værdiansættelse. Tabel 3 angiver antallet af de betragtede selskaber og i hvor høj grad disse har udestående optioner tildelt de forskellige modtagergrupper. Fra tabellen ses specielt, at optioner til bestyrelsen var mest udbredt i 2001, hvor 35% af selskaberne havde tildelt optioner til bestyrelsen. Denne brøkdelen herefter faldet til 24% i 2006 – et fald der diskuteres yderligere herunder i forbindelse med værdien af nye tildelinger. Fra tabellen ses endvidere, at anvendelsen af optioner til direktionen faldt kortvarigt i 2004/2005, men steg igen i 2006, hvor stort set alle (96%) af selskaberne har inkluderet direktionen i optionsprogrammer. Medarbejderne (igen defineret bredt) har siden år 2000 været inkluderet i optionsprogrammer i omkring 85% til 90% af selskaberne.

År	Selskaber med nødvendig info.	Antal			Andel		
		Best.	Dir.	Medarb.	Best.	Dir.	Medarb.
1995	0	-	-	-	-	-	-
1996	1	0	1	1	0%	100%	100%
1997	4	0	4	3	0%	100%	75%
1998	30	4	30	23	13%	100%	77%
1999	48	11	48	35	23%	100%	73%
2000	75	23	75	64	31%	100%	85%
2001	84	29	84	71	35%	100%	85%
2002	79	26	79	68	33%	100%	86%
2003	72	22	71	63	31%	99%	88%
2004	64	18	58	58	28%	91%	91%
2005	61	16	55	50	26%	90%	82%
2006	68	16	65	60	24%	96%	88%

Tabel 3: Antallet af betragtede selskaber samt i hvor høj grad disse har udestående optioner tildelt de forskellige modtagergrupper.

I forlængelse heraf viser tabel 4 udviklingen i den samlede værdi af alle udestående optioner samt værdiens fordeling på de tre modtagergrupper. Fra tabellen ses, at værdien af alle udestående optioner har svinget over tid, og at disse udsving blandt andet er relateret til den generelle udvikling på aktiemarkedet. Således nåede den samlede værdi et foreløbigt maksimum i 2001, hvor værdien var 3,8 mia. kr. Værdien faldt herefter frem til 2002 for herefter at stige kraftigt frem til 2006, hvor den samlede værdi er på 8,2 mia. kr. Dette svarer til 1,1% af selskabernes samlede markedsværdi af aktiekapitalen. Betragtes værdien af udestående optionsafløjning i forhold til markedsværdi for de enkelte selskaber bliver gennemsnittet 1,6%, hvilket er et udtryk for, at målt relativt har de største selskaber typisk mindre optionsprogrammer.<sup>11</sup>

Gennem de seneste år har værdien af udestående optioner været fordelt med cirka 3% til bestyrelsen, cirka 23% til direktionen og cirka 75% til medarbejdergruppen. Fordelingen har været forholdsvis konstant, selv om der er indikationer på, at andelen til direktionen måske er vokset en smule gennem de seneste år på bekostningen af medarbejdergruppen – et billede, der diskuteres yderligere herunder i forbindelse med værdien af nye tildelinger.

<sup>11</sup> Et andet ofte anvendt mål for størrelsen af optionsprogrammer er *option-overhang*, der beregnes som det samlede antal udestående optioner divideret med samlet antal aktier. Det gennemsnitlige *option-overhang* for selskaberne er knap 3%.

År	Selskaber med nødvendig info.	Værdi i alt (mio. kr)	Andel		
			Best.	Dir.	Medarb.
1995	0	-	-	-	-
1996	1	5	0%	18%	82%
1997	4	40	0%	45%	55%
1998	30	311	2%	49%	50%
1999	48	1.235	1%	28%	71%
2000	75	3.792	5%	29%	65%
2001	84	2.950	5%	24%	70%
2002	79	1.686	3%	23%	74%
2003	72	2.693	2%	22%	75%
2004	64	3.845	3%	21%	76%
2005	61	6.392	2%	23%	75%
2006	68	8.223	3%	24%	73%

Tabel 4: Udvikling i samlet værdi af alle udestående optioner ultimo de enkelte år samt fordelingen af denne værdi på modtagergrupper.

Endelig viser tabel 5 udviklingen i størrelsen af selskabernes udestående programmer. Tabellen viser primært, at værdien af de enkelte optionsprogrammer er vokset kraftigt. Således er gennemsnitsværdien næsten seksdoblet i perioden 2002 til 2006, mens medianen er mere end seksdoblet i denne periode. Den forholdsvis store forskel mellem gennemsnit og median indikerer, at der er store forskelle i værdierne på tværs af selskaberne, hvilket naturligvis blandt andet skyldes forskelle i størrelsen af de betragtede selskaber. Specielt ses, at den maksimale værdi af et optionsprogram er på 1,3 mia. kr. – en værdi der er fremkommet i et optionsprogram, der blev initieret i 1998.

År	Værdier i mio. kr.			
	I alt	Gennemsnit	Median	Maksimum
1995	-	-	-	-
1996	5	5	5	5
1997	40	8	8	22
1998	311	9	3	60
1999	1.235	25	6	283
2000	3.792	49	11	418
2001	2.950	34	5	598
2002	1.686	21	4	304
2003	2.693	36	9	405
2004	3.845	57	14	583
2005	6.392	98	19	830
2006	8.223	117	27	1.302

Tabel 5: Udviklingen i værdien af de enkelte selskabers udestående optioner.

### 3.5.2 Værdien af nye optionstildelinger

Ovenstående viste tydeligt, at såvel den samlede værdi som værdien af de enkelte selskabers optionsprogrammer er vokset kraftigt gennem de seneste års aktieoptur. Det er derfor også relevant at undersøge, om det samme gør sig gældende for værdien af de nye tildelinger de enkelte år, hvilket betragtes i tabel 6. Tabellen viser, at år 2000 var rekordernes år, eftersom flest selskaber tildelte optioner, og den samlede værdi af de tildelte optioner langt overstiger, hvad der er tildelt i de andre

år. Det er dog interessant at bemærke, at både antallet af tildelende selskaber og værdien af de tildelte optioner har været forholdsvis konstant herefter – dog måske med to modifikationer. For det første ser det ud til, at antallet af tildelende selskaber er faldet en smule og blandt andet var specielt lavt i 2004 men til gengæld er steget herefter.<sup>12</sup> Tilsvarende var værdien af tildelte optioner lavt i 2004, men ser ud til at være steget ret kraftigt frem til 2006, der kommer ind på en klar anden plads med en værdi af tildelte optioner på 1,1 mia. kr. Den nærliggende fortolkning heraf er, at flere selskaber i 2002-2004 overvejede i hvor høj grad, de ville fortsætte med at tildele optioner og måske blandt andet afventede forskellige nye regler på området.<sup>13</sup> Tallene for 2005 og 2006 synes at vise, at forholdsvis mange af disse selskaber endte med at gøre options aflønning til en permanent del af aflønningen og dermed udvidede deres optionsprogrammer med en stigning i værdien af tildelte optioner som konsekvens.

Med hensyn til fordelingen af optioner på de betragtede modtagergrupper, så viser tabel 6 et endnu tydeligere mønster end observeret herover. Således er direktionens andel steget fra omkring 16% i 2001/2002 til omkring 25% i 2006, mens medarbejdergruppens andel stort set er faldet tilsvarende. Andelen til bestyrelsen faldt fra 2001 frem til 2003 parallelt med Nørby-udvalgets anbefalinger om ikke at give options aflønning til bestyrelsen. Fra 2003 frem til 2006 ses dog en mindre stigning igen – og interessant i forhold til de nævnte anbefalinger, så var der blandt de 56 tildelende selskaber 7 selskaber, der tildelte optioner til bestyrelsen svarende til 13%. Det er primært i brancherne *Health Care* og *Information Technology*, at bestyrelsen også tildeles optioner.

År	Antal selskaber	i % af selskaber med optionsafl.	Værdi i alt (mio. kr)	Andel		
				Best.	Dir.	Medarb.
1995	0	-	-	-	-	-
1996	1	100%	5	0%	18%	82%
1997	3	75%	18	0%	77%	23%
1998	30	100%	286	2%	50%	48%
1999	35	73%	810	1%	22%	77%
2000	58	77%	2.042	8%	33%	59%
2001	54	64%	812	5%	16%	78%
2002	52	66%	697	3%	16%	81%
2003	45	63%	775	1%	17%	83%
2004	33	52%	581	2%	24%	74%
2005	45	74%	799	3%	21%	76%
2006	56	82%	1.100	3%	25%	72%

Tabel 6: Udvikling i antallet af tildelende selskaber og i værdien af nye tildelinger af optioner i løbet af de enkelte år samt fordelingen af disse værdier på modtagergrupper.

Endelig viser tabel 7 udviklingen i værdien af selskabernes nye tildelinger. Fra tabellen ses, at gennemsnitsværdien og specielt median er steget i perioden 2001 frem til 2006. At specielt medianen er steget underbygger observationen fra herover om, at hvis et selskab har besluttet sig for at anvende options aflønning, da gøres det med større beslutsomhed i form af større tildelinger.

<sup>12</sup> I forhold til et samlet billede af options aflønning er det her værd at bemærke, at antallet af selskaber, der tildeler optioner, kan være højere end antallet angivet i tabel 6. Dette skyldes igen, at der er selskaber, der ikke leverer nok information til, at den tildelte options aflønning kan værdiansættes. For 2006 drejer det sig mindst om et selskab.

<sup>13</sup> I perioden er der indført flere forskellige nye regler i relation til options aflønning. Dette drejer sig både om beskatningen, muligheder for at beholde optioner i forbindelse med jobskifte og endelig i relation til den regnskabsmæssige behandling.

År	Værdier i mio. kr.			
	I alt	Gennemsnit	Median	Maksimum
1995	-	-	-	-
1996	5	5	5	5
1997	18	6	8	10
1998	286	10	3	60
1999	810	24	9	183
2000	2.042	36	12	296
2001	812	15	3	106
2002	697	14	4	80
2003	775	18	6	97
2004	581	18	8	98
2005	799	18	8	123
2006	1.100	20	10	139

Tabel 7: Udviklingen i værdien af de enkelte selskabers nye tildelinger af optioner.

### 3.5.3 Værdien af optionstildelinger i forhold til kontant løn

Tabel 8a og 8b søger at give et billede af, hvor stort et supplement værdien af nye optionstildelinger udgør i forhold til den kontante aflønning.<sup>14</sup> Fra tabellerne genfindes flere af de i det ovenstående diskutererede resultater. Specielt ses, at værdien af optionsaflønning i forhold til kontant aflønning er steget gennem de seneste år både for bestyrelsesmedlemmer og for medlemmer af direktionen. At dette mønster specielt er tydeligt i mediantallene for direktionen er igen et udtryk for, at denne udvikling ikke kun skyldes store tildelinger blandt nogle få selskaber, men derimod ses på tværs af stort set alle selskaber, der anvender optionsaflønning.

Sammenlignes tabel 8a og 8b ses en forholdsvis stor forskel mellem median- og gennemsnitstal. Dette skyldes en stor spredning i aflønningen på tværs af selskaberne, hvor der er nogle få selskaber med en forholdsvis høj aflønning sammenlignet med resten af selskaberne. En sådan stor spredning kan blandt andet begrundes med, at der også er stor variation i selskabernes størrelse.

	Ekskl.		Inkl..		Best.		Dir.	
	Best.	Dir.	Best.	Dir.	Best.	Dir.	Best.	Dir.
1997	79	1.578	79	1.578	0,0%	0,0%		
1998	83	1.700	87	1.739	4,9%	2,3%		
1999	91	1.888	99	2.250	9,4%	19,2%		
2000	111	2.031	122	2.596	10,0%	27,8%		
2001	117	2.133	129	2.411	10,6%	13,0%		
2002	143	2.192	150	2.523	4,8%	15,1%		
2003	158	2.369	158	2.489	0,2%	5,1%		
2004	184	2.620	188	2.853	2,3%	8,9%		
2005	199	2.778	213	3.369	6,8%	21,3%		
2006	208	3.175	224	4.134	7,7%	30,2%		

Tabel 8a: Udviklingen i aflønning af bestyrelses- og direktionsmedlemmer – ekskl. og inkl. nye tildelinger af optionsaflønning samt værdien af optionsaflønning i forhold til den kontante aflønning (alle tal er median tal, 1000 kr.).

<sup>14</sup> Det skal bemærkes, at da dette er det primære motiv, så er der her kun medtaget selskaber med optionsaflønning. Dette betyder, at de betragtede selskaber ikke er helt de samme de enkelte år, hvorfor resultaterne i tabellerne kun kan bruges som indikative i forhold til udviklingen i aflønning over tid.

	Ekskl.		Inkl..		Best.	Dir.
	Best.	Dir.	Best.	Dir.		
1997	96	1.794	96	1.803	0,0%	0,5%
1998	104	1.896	114	2.344	9,9%	23,6%
1999	108	2.127	123	2.936	14,2%	38,1%
2000	123	2.229	415	5.970	236,8%	167,8%
2001	142	2.380	212	2.929	49,3%	23,1%
2002	163	2.501	206	3.036	26,6%	21,4%
2003	177	2.726	188	3.376	6,5%	23,9%
2004	207	3.121	232	3.828	12,1%	22,7%
2005	217	3.725	274	4.709	26,3%	26,4%
2006	243	3.890	303	5.571	24,9%	43,2%

Tabel 8b: Udviklingen i aflønning af bestyrelses- og direktionsmedlemmer – ekskl. og inkl. nye tildelinger af optionsaflønning samt værdien af optionsaflønning i forhold til den kontante aflønning (alle tal er gennemsnitstal, 1000 kr.).

### 3.5.4 Gevinster ved udnyttelser af optioner

Resultaterne herover er alene baseret på såkaldte Black-Scholes værdier enten i forbindelse med statusopgørelser ultimo de enkelte år eller på tildelingstidspunkter. Givet udviklingen på aktiemarkedet gennem de seneste år er det relevant at undersøge hvilke kontante gevinster, der er blevet høstet i forbindelse med udnyttelser af optioner igennem de seneste år.<sup>15</sup> Disse værdier er blandt andet interessante, eftersom optionerne ved udnyttelse jo forsvinder ud af opgørelserne af den samlede værdi betragtet i tabel 4. Tilsvarende er værdierne relevant information i forbindelse med diskussioner om anvendelsen af optionsaflønning og det forhold, at optionsaflønning på tildelingstidspunktet ofte påstås blot at være 'papirpenge'.

Desværre er det dog relativt kompliceret at afdække disse gevinster. En detaljeret beskrivelse af, hvorledes gevinster ved udnyttelse er beregnet i databasen findes i Bechmann og Hjortshøj (2006a) og vil derfor ikke blive gentaget her. Det skal dog kort nævnes, at specielt fastlæggelsen af aktiekursen på udnyttelsestidspunktet er af rimelig stor betydning for de beregnede værdier. For de selskaber, hvor denne ikke er oplyst, og hvor udnyttelsestidspunktet ikke kendes, er det i de følgende beregninger antaget, at udnyttelsen er sket til den gennemsnitskurs, som aktien har haft i løbet af det givne år.

Sluttelig skal det bemærkes, at det er valgt først at starte i 2003, eftersom kvaliteten af information om optionsaflønning bliver dårligere jo længere der går tilbage, hvilket specielt kan være problematisk ved bestemmelse af gevinster i forbindelse med udnyttelser. Det vurderes dog, at der før 2003 ikke har været tale om væsentlige udnyttelser. Dette skyldes både, at det som beskrevet herover først var i slutningen af halvfemserne, at anvendelsen af optionsaflønning for alvor tog fart, og da optioner typisk ikke kan udnyttes før end to til tre år efter tildelingen, er det begrænset hvor mange optioner, der kunne udnyttes før den betragtede periode. Yderligere har den negative udvikling i aktiekursen fra 2000 frem til 2003 også givet en naturlig begrænsning i antallet af de optioner, der med fordel kunne udnyttes før end 2003.

Fra tabel 9 ses, at både antallet af selskaber, hvor der har været udnyttet optioner og de tilhørende gevinster også er vokset kraftigt gennem de seneste år. Tilsvarende er gevinsterne i de enkelte selskaber vokset kraftigt, således at den gennemsnitlige (median) gevinst i 2006 var 59 (11) mio. kr., hvilket skal sammenlignes med kun 7 (2) mio. kr. bare tre år tidligere.

<sup>15</sup> I enkelte tilfælde er hele programmer indløst ved, at disse er tilbagekøbt i forbindelse med et ejerskifte i selskabet, større frasalg eller lignende. I disse tilfælde er beløbene medregnet som en gevinst på udnyttede optioner.

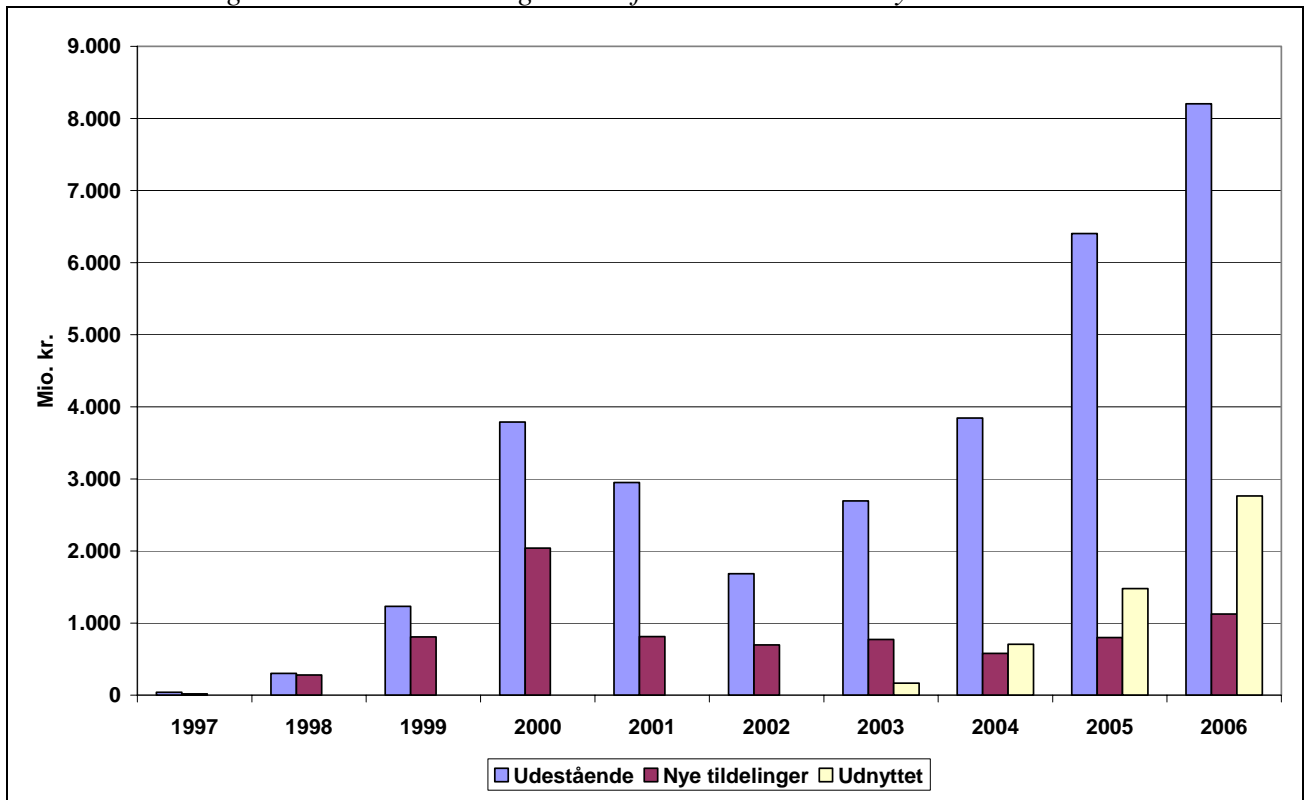
År	Antal selskaber	Værdier i mio. kr.			
		I alt	Gennemsnit	Median	Maksimum
2003	25	169	7	2	46
2004	35	706	20	7	95
2005	45	1.479	33	15	311
2006	47	2.769	59	11	526

Tabel 9: Antallet af selskaber, hvor der har været udnyttelser de enkelte år samt størrelsen af den tilhørende gevinst.

### 3.5.5 Grafisk illustration af udviklingen over tid

En samlet opsummering af resultaterne fra afsnit 3.5.1, 3.5.2 og 3.5.4 findes i figur 4.

Figur 4: Samlet overblik over udviklingen i værdien af udestående optioner, værdien af nye tildelinger samt den kontante gevinst i forbindelse med udnyttelser de enkelte år.



#### **4. Afrunding**

Denne rapport har beskrevet udviklingen i anvendelsen af optionsaflønnning i danske børsnoterede selskaber i perioden 1995 til 2006. Det er ikke umiddelbart muligt at give en entydig konklusion på denne udvikling, og det er specielt svært at give et bud på den fremtidige anvendelse af optionsaflønnning. De forholdsvis store tildelinger og det faktum, at en række selskaber i 2006 enten har tildelt optionsaflønnning for første gang eller har tildelt igen efter en pause, tyder dog på, at optionsaflønnning er kommet for at blive og åbenbart betragtes som et vigtigt instrument i forhold til at tiltrække, fastholde og motivere bestyrelse, direktion og medarbejdere.

#### **5. Supplerende litteratur**

Bechmann, Ken L. (2004), "Tildeling og udnyttelse af optionsaflønnning i 2003", *Finans/Invest* 7, s. 13-19.

Bechmann, Ken L. og Toke Hjortshøj (2006a), "Anvendelsen af optionsaflønnning i de børsnoterede selskaber", *Revision & Regnskabsvæsen* 11, s. 10-19.

Bechmann, Ken L. og Toke Hjortshøj (2006b), "Værdiansættelsen af optionsaflønnning i de børsnoterede selskaber", *Revision & Regnskabsvæsen* 12, s. 20-28.

Bechmann, Ken L. og Peter Løchte Jørgensen (2002), "Incitamentsprogrammer og oplysningsforpligtelsen", *Finans/Invest* 1, s. 4-11.

Bechmann, Ken L. og Peter Løchte Jørgensen, (2003), "Optionsaflønnning i danske børsnoterede selskaber", *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1, s. 68-88.

Bechmann, Ken L. og Peter Løchte Jørgensen (2004), "The Value and Incentives of Option-based Compensation in Danish Listed Companies", *Journal of Derivatives Accounting*, 1, s. 91-109.

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