

# VD:s Ersättningar När Ägaren Självt Får Välja

Henrik Cronqvist

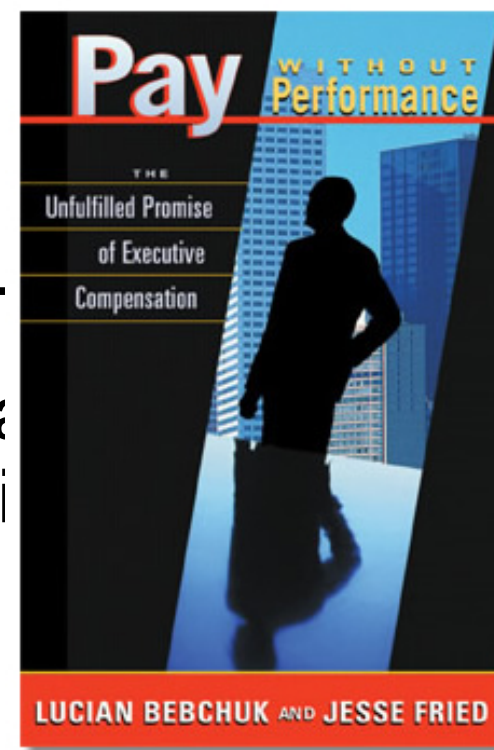
McMahon Family Chair in Corporate Finance & George R. Roberts Fellow  
Robert Day School of Economics and Finance  
Claremont McKenna College  
Claremont, California, USA

Research Affiliate, Swedish House of Finance (SHOF)

# Bakgrund

---

- Ersättning till VD:ar och andra företagsledare i börsnoterade bolag har debatterats intensivt och i Sverige, under de senaste åren.



i) Kontrakten är inte optimala och VD:ar använder sin makt för att tillskansa sig förmåner som inte överensstämmer med ägarnas intressen (s.k. “principal-agent” problem).

ii) VD-ersättningarna är i stort en avspegling av en effektivt fungerande marknad.

# Nytt Perspektiv

---

- Detaljstudie av följande fråga: *Hur förändras VD-kontrakten när ett bolag går från spritt ägande / "ägarlöst" till att ha starka ägare?*
- Starka ägare:
  - Kontroll
  - Finansiellt sofistikerade och erfarna
  - Framgångsrikt "track record"
  - Mål att maximerar värdet på bolaget
  - Riskkapitalister (PE / LBO fonder)
  - Exempel i vår studie: Blackstone, Carlyle, KKR, etc.

# Nya Data

---

- Lånefinansierade utköp från börser i USA 2005-07.
- Publika lån (d.v.s. obligationer) efter utköpen.
- Detaljerade data på VD kontrakt sedan 2006 från Securities and Exchange Commission (SEC).
- **Begränsningar:** Litet urval av 20 "mega deals" som inte är slumpmässigt. [Dock representativt för senaste årens utköp i termer av industri och fokuserar på de mest framgångsrika riskkapitalisterna i USA.]
- Relevans för Sverige?

# Resultat: Förändringar i Bolagen

# Corporate Governance

---

## Ägandet

- Ägarkoncentrationen ↑ ↑
- Spritt ägande eller ägarlöst bolag  
→ Stark ägare med 92% kontroll i snitt.

## Styrelsen

- Styrelsestorleken ↓
- Antal styrelsemedlemmar minskar med 14% till 8 i snitt.
- Styrelsesammansättningen ändras: Mer ägarrepresentation; 5 representerar riskkapitalisterna efter utköpet.

# Lön, Bonus, Rörlig Ersättning

## Lön & Bonus

- Fast lön & målbonus ↑ 25% i snitt.
- Tolkning: VD:arna inte uppenbart överbetalda före utköpet (varför ökar i så fall PE fonden VD-lönen?).

## Kriterier för Rörlig Ersättning

- Earnings per share (EPS), medarbetarnöjdhet, etc.  
→ Kassaflödesbaserat (EBITDA).
- Tolkning: Svårare att manipulera.

# Lön, Bonus, Rörlig Ersättning

---

## Förändringar av vd:s fasta lön och rörliga ersättning vid ett utköp

	Genomsnitt före utköp	Genomsnitt efter utköp
Fast lön, miljoner dollar	0,76	0,95
Målbonus, miljoner dollar	1,01	1,27
Rörlig ersättning baserad på vinst per aktie	60%	10%
Rörlig ersättning baserad på kassaflöde (EBITDA)	10%	80%
Rörlig ersättning baserad på andra kriterier	30%	10%

## Ökning respektive minskning av lön och bonus

- Den fasta lönen ökar i 65% av fallen och minskar i 10% av fallen.
- Den målrelaterade bonusen ökar i 71% av fallen och minskar i 29% av fallen.



# Förmåner

---

- Inga signifikanta förändringar av varken i) belopp eller ii) mixen av olika förmåner.
- Inte ens ändringar av de i USA mest utskällda förmånerna såsom VD:s privata användning av "corporate jet."
- Tolkning: Förmånerna är i snitt produktivitetshöjande, snarare än rena s.k. "private benefits" som endast kommer VD till del utan att ägarna gynnas.

# Avgångsvederlag

---

- Inga signifikanta förändringar: 2X lön + bonus.
- Icke "vestade" aktier/optioner: Mycket mer restriktivt; förverkas i 61% av bolagen om de inte fallit ut (jmf. med mindre än en tredjedel före utköp).
- Vestade aktier/optioner: 71% har hembudsklausul (rätt till återköp för riskkapitalisten till "fair market value").
- Tolkning: Svårt att sälja då bolaget är privat, men PE fonderna gör det *ännu* svårare → Incitament för VD:n.

# Aktiebaserad Ersättning

---

- Inga signifikanta förändringar av mixen av aktiebaserad ersättning (aktier kontra optioner).
- Ägande i **procent** ("fully diluted"):  $\uparrow \uparrow 2.7\% \rightarrow 4.1\%$ .
- Ägande i **dollar**:  $\downarrow \downarrow \$56.5\text{M} \rightarrow \$24.6\text{M}$ .
- Cash-out: \$31.9 miljoner
- Buy-in: \$24.6 miljoner

# Vesting

---

## Exempel

- HCA Inc.: “1/3 time vest, 1/3 vest with EBITDA target, 1/3 vest with MoM targets (2X – 50%, 2.5X – 50%)”.

## Performance vesting

- 7% av publika bolag → 90% har någon form av performance vesting efter utköp.
- 22% (7%) av optionerna (aktierna) performance vest.

# Vesting

---

- 25% (10%) av optionerna (aktierna) **time vest**.
- Även efter utköpen kvarstår en stor ersättning i form av aktier/optioner som faller ut automatiskt enligt ett tidsschema ("time vesting").
- Tolkning: Subjektiv utvärdering är viktigt komplement till specifika prestationskrav. Att leda ett företag är en komplex uppgift som inte fullständigt låter sig definieras i mätbara kriterier. En VD som inte uppfyller ägarens krav kommer att sägas upp och då faller de tidsberoende aktierelaterade ersättningarna inte ut.

# Indexering & Premium Optioner

- Riskkapitalisterna indexerar inte bonusar eller performance vesting → “pay for luck”.
- Ur teoretisk synpunkt är det förvånande att det inte fokuseras mer på *relativ* prestation, d.v.s. jämförelser mot konkurrenter. Ägaren borde ha intresse av att försäkra sig om att belöningar inte enbart faller ut på grund av en stark konjunktur eller en stigande börs.
- Endast 5% av optionerna är ”premium” optioner, d.v.s. med lösenpris  $>$  aktiepriset vid tidpunkten då optionsersättningen ges.

# Är Kapitalstrukturen Förklaringen?

---

- Nej.
- Matchar utköpta bolag baserat på industri och storlek med *publika* bolag som ökar belåningsgraden signifikant men utan riskkapitalists involvering (t.ex. genom "leveraged recapitalizations").
- Dessa matchade bolag förändrar inte VD-kontrakten signifikant.

# Vad Kan Börsnoterade Bolag Lära?

---

## Jämförelse mellan vd:s villkor före och efter utköp

	Före utköp	Efter utköp
Fast lön		25% högre
Kvalitativa bonusmål (t ex medarbetarnöjdhet)	ja	nej
Val av kvantitativt bonusmål	EPS (vinst)	EBITDA (kassaflöde)
Prestationsbaserade krav för aktierelaterade incitament	7% av bolagen*	90% av bolagen
Vd:s totala procentuella ägande (aktier+optioner)	2,7%	4,1%
Storlek på vd:s aktieinvestering	högre	lägre
Avgångsvederlag (grundbelopp)	samma	samma
Restriktioner på att sälja aktier	nej	ja
Vd:s aktierelaterade kontrakt förverkas vid uppsägning	nej	ja

\* Denna siffra är hämtad från en stor studie av noterade amerikanska bolag, Bettis, J. Carr, John M. Bizjak, Jeffrey L. Coles och Swaminathan L. Kalpathy, 2009, "Stock and option grants with performance-based vesting provisions", *Review of Financial Studies* 23, 3849–3886.



Tack!

henrik.cronqvist@cmc.edu

[www.cmc.edu/academic/faculty/profile.asp?Fac=544](http://www.cmc.edu/academic/faculty/profile.asp?Fac=544)