



November 2012

SNS ANALYS

nr5

Vd:s ersättningar – när ägaren själv får välja

VD -ERSÄTTNINGAR är en fråga som har debatterats flitigt, även inom forskningen. Är direktörernas kontrakt resultat av en värdemaximerande marknadslösning där villkoren är konstruerade för att skapa en intressegemenskap mellan ägare och ledning? Eller utnyttjar vd:ar sin maktposition mot svaga ägare för att tillskansa sig högre ersättningar och förmåner än vad som är optimalt ur ägarnas synvinkel? I denna SNS Analys studerar vi hur vd:s ersättningskontrakt utformas av starka, professionella ägare.

SÅ GÖR STARKA ÄGARE Vi analyserar ett 20-tal transaktioner där ledande amerikanska riskkapitalfonder förvärvat stora börsföretag som tidigare haft spritt ägande, det vill säga saknat en tydlig huvudägare. Studien visar på följande förändringar i vd:s ersättningsvillkor efter ägarbytet:

- Den fasta lönen ökar med cirka 25 procent.
- Målen för rörlig ersättning ändras från mjuka variabler (såsom medarbetarnöjdhet) till kvantitativa variabler.
- De kvantitativa målen ändras från vinst per aktie till kassaflöde.
- Beloppet för vd:s aktieinvestering är lägre, men det motsvarar en högre andel av aktiekapitalet.
- Prestationskrav introduceras i de aktierelaterade ersättningarna.
- Kontrakten skrivs om så att vd:s aktier och optioner i praktiken blir värdelösa vid uppsägning.



FÖRFATTARE

Henrik Cronqvist är Associate Professor i finansiell ekonomi vid Claremont McKenna College, Robert Day School of Economics and Finance i USA.

E-post: heronqvist@cmc.edu



Rüdiger Fahlenbrach är Associate Professor i finansiell ekonomi vid École Polytechnique Fédérale de Lausanne (EPFL) i Schweiz.

E-post: ruediger.fahlenbrach@epfl.ch

MONEY TALKS Enligt teorin om optimala kontrakt behöver kontrakt utformas för att avskräcka vd:ar som inte vill anstränga sig. När riskkapitalister sätter upp höga prestationskrav kan det i sig skapa ett positivt urval av kandidater i och med att endast vd:ar som är villiga att jobba hårt accepterar villkoren.



SNS ANALYS En stor del av den forskning som bedrivs är vid sin publicering anpassad för vetenskapliga tidskrifter. Artiklarna är ofta teoretiska och inomvetenskapligt specialiserade. Det finns emellertid mycket forskning, framför allt empirisk och policyrelevant sådan, som är intressant för en bredare krets. Målet med SNS Analys är att göra denna forskning tillgänglig för beslutsfattare i politik, näringsliv och offentlig förvaltning och bidra till att forskningen når ut i medierna. Finansiellt bidrag har erhållits från Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse. Författarna svarar helt och hållet för analys, slutsatser och förslag.



Vid utköpet ändras ägarkoncentrationen radikalt. Ett holdingbolag blir 100-procentig ägare av företaget. Holdingbolaget ägs i sin tur till 91,8 procent av riskkapitalfonden och till 8,2 procent av företagsledningen.

De senaste tio åren har det pågått en intensiv akademisk debatt om ersättning till vd:ar i börsnoterade företag. Är vd-kontrakten verkligen optimalt utformade för att vd:ns och aktieägarnas intressen ska sammanfalla? Vissa forskare menar att kontrakten är långt ifrån optimala och att vd:arna använder sin makt för att tillskansa sig generösa förmåner som inte överensstämmer med ägarnas intressen. Andra forskare hävdar att vd-ersättningarna i stort sett är en avspeglning av en effektivt fungerande marknad. Hittills har forskningen inte gett något entydigt svar på denna kontrovers.

För att ge ett nytt perspektiv på denna fråga har vi i detalj undersökt hur vd:s kontrakt förändras när ett företag går från att ha ett spritt ägande till att ha en stark enskild ägare, i det här fallet några av USA:s mest sofistikerade och framgångsrika riskkapitalister.¹

Gör de nya ägarna om vd-kontrakten? Om så är fallet, vilka komponenter ändrar de på? Hur stämmer de nya kontrakten överens med teorin om optimala kontrakt? Är de mest kritiserade ersättningsformerna lika vanliga när vd:arna har haft dessa starka ägare på andra sidan förhandlingsbordet?

Det man vet från tidigare forskning är att ledningens ägarandel i bolaget ökar efter att ett bolag har köpts ut från börsen. Men det har hittills funnits förvånansvärt lite kunskap om huruvida de nya ägarna också ändrar vd:arnas övriga kontraktsvillkor.

Studiens urval: 20 utköp av amerikanska storbolag

Underlaget till vår studie bygger på vd-kontrakt i 20 stora bolag som köpts ut från börsen genom lånefinansierade utköp, så kallade *leveraged buyouts*, LBO:s, mellan åren 2005 och 2007. Köparna är några av de största riskkapitalbolagen i USA.

Det ska sägas att de studerade bolagen och riskkapitalfonderna är gigantiska, även med amerikanska mått mätt. En berättigad fråga är därför: kan våra resultat antas vara relevanta generellt sett och, i synnerhet, för svenska

förhållanden? Vi tror det. Vi studerar de största och mest erfarna riskkapitalfonderna i världen, däribland Blackstone, KKR och Carlyle. De har en framgångsrik historia och kan därmed antas vara värdemaximerande. Därför menar vi att det är av principiellt intresse att analysera och diskutera hur dessa aktörer utformar vd-kontrakt.

Det insamlade materialet innehåller information om löner, förmåner, avgångsvederlag och incitamentsstrukturer. Informationen är bland annat hämtad från Securities and Exchange Commission (den amerikanska motsvarigheten till Finansinspektionen), kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's och det finansiella informationsföretaget Bloomberg.

Högre ägarkoncentration ger mindre styrelser

De tjugo studerade utköpen från börsen hade ett snittpris på 9,1 miljarder dollar, där den största affären var värd 32 miljarder dollar. De köpta bolagen hade i genomsnitt en omsättning på 5 miljarder dollar och 37 000 anställda.

Vid utköpet ändrades ägarkoncentrationen radikalt. Före utköpet hade det genomsnittliga bolaget 2,8 storägare som tillsammans ägde 20 procent av bolaget. Efter affären är ett holdingbolag 100-procentig ägare. Detta bolag ägs i sin tur till (i genomsnitt) 91,8 procent av riskkapitalfonden och till 8,2 procent av företagsledningen.

Styrelsens storlek i de studerade bolagen minskade med i genomsnitt 1,3 personer till 8,3 ledamöter. Flera av de externa ledamöterna i den tidigare styrelsen ersattes med delägare i riskkapitalbolaget. I snitt representerar 5,5 personer i den nya styrelsen riskkapitalbolaget, 1,2 tillhör ledningen och 1,6 är externa ledamöter (varav 0,2 är tidigare anställda).

Före och efter – så utformas vd-kontrakten

Klassisk så kallad *principal agent*-teori utgår från att det finns en intressekonflikt mellan ägaren (principalen) och vd:n (agenten). Agenten antas försöka undvika ansträngning – och principalen har inte möjlighet att direkt kontrollera

1. Denna SNS Analys bygger på artikeln "CEO Contract Design: How Do Strong Principals Do It?" av Henrik Cronqvist och Rüdiger Fahlenbrach, *Journal of Financial Economics*, under utgivning.

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.

ra agentens insats. Enligt denna teori handlar det om att utforma ett kontrakt som ger agenten incitament att maximera aktieägarvärdet. Därför bör ett optimalt kontrakt bygga på ett antal signaler som är observerbara och kopplade till agentens insats. Hur utformar då riskkapitalföretagerna vd-kontrakten? Skiljer de sig från de noterade bolagens kontrakt och ligger de närmare teorin om optimala kontrakt?

Våra resultat visar att den nya starka ägaren ändrar många, men långt ifrån alla, komponenter i vd-kontrakten.

Från vinstmål till kassaflödesmål

Efter utköpet från börsen ökar vd:s lön i 65 procent av fallen, i genomsnitt med 25 procent. Detta kan antas reflektera en högre risk för företagsledaren, en större arbetsinsats eller att vd anses vara en mer värdefull resurs.

Det ska dock noteras att de stora förändringarna sker i de åtta fall där vd byts ut vid ägarskiftet. För de bolag som behåller företagsledaren finner vi inga signifikanta förändringar av den fasta lönen. I företagen där en ny vd anställs ökas den däremot med omkring 40 procent.

Även den rörliga ersättningen ökar med i genomsnitt 25 procent med den nya ägaren. En ökning kan observeras i 71 procent av de studerade fallen. Vi ser också att kriterierna för rörlig ersättning görs om från kvalitativa, icke-finansiella mått som hur nöjda de anställda är och vinst per aktie, *earnings per share*, EPS, till kassaflödesmått, som rörelseresultat före avskrivningar, EBITDA.

I många noterade bolag i USA baseras den rörliga ersättningen till stor del på vinst per aktie. Det är förvånande med tanke på att det är kassaflöden, inte redovisad vinst, som genererar värde för aktieägarna. Redovisad vinst kan, även inom lagens gränser, till viss del manipuleras.

Vd:s kontrakt ändras alltså från att spegla de vinstmål som börsen och aktieanalytikererna fokuserar på, till kassaflödesmått som de nya starka ägarna bryr sig om. Enbart 10 procent av vd:arna i de noterade bolagen hade före utköpet en rörlig ersättning baserad på EBITDA, jämfört med en klar majoritet, 80 procent, efter utköpet. Denna förändring är viktig och ligger i linje med den teoretiska så kallade *informativeness*-principen, som säger att alla signaler som ger information om agentens ansträngningar ska finnas med i kontraktet. Eftersom EBITDA anses svårare att manipulera genom avskrivningar, nedskrivningar och skatt bör den ge en mer rättvisande avspeglning av vd:s prestation.

Sammanfattningsvis är vår uppfattning att riskkapitalister tillämpar mer precisa ersättningskriterier än vad som är vanligt i noterade företag.

Ökad ägarandel – men till en mindre insats

En viktig förändring vid ägarskiftet gäller vd:s aktieäggande. Det handlar inte bara om att vd:s ägarandel i bolaget ökar efter utköpet. Incitamenten kopplade till aktieägandet och den aktierelaterade ersättningen ändras också.

Det är framför allt vd:s optionsäggande som ökar. Efter utköpet äger vd i genomsnitt 4,1 pro-

Vd:s kontrakt ändras från att vara kopplat till de vinstmål som börsen fokuserar på, till kassaflödesmått som är svårare att manipulera.



cent av företaget, om man räknar in optionerna. Detta är en ökning med drygt 50 procent jämfört med vd:s ägande, inklusive optioner, före utköpet, som låg runt 2,7 procent. Att vd:s procentuella ägande ökar kraftigt efter utköpet stämmer väl överens med tidigare forskning.

Men vi ser också att samtidigt som ägarandelen ökar, minskar vd:s investering räknat i dollar ofta kraftigt. Skillnaden förklaras av en högre skuldsättning i bolaget efter utköpet. Det gör det möjligt att ge företagsledaren en högre ägarandel, utan att han eller hon behöver betala stora belopp.

Prestationskrav sällar agnarna från vetet

Majoriteten av kontrakten, 90 procent, innehåller efter utköpet aktierelaterade ersättningar som bygger på prestationskrav, så kallad *performance vesting*. Andelen optioner och aktier som faller ut beroende på prestation är avsevärt högre än i de noterade bolagen, också jämfört med andra större studier av noterade bolag. I vår studie handlar det oftast om att uppnå ett visst mått av vinst för ägaren, till exempel i multiplar av köpeskillingen. Om målet inte uppnås kommer den delen av aktierna och optionerna som är villkorade mot prestation inte att falla ut.

Den bakomliggande tanken med *performance vesting* är att duktiga chefer föredrar prestationskänsliga kontrakt. Därmed skapas ett positivt urval genom att endast vd:ar som är villiga att jobba hårt accepterar villkoren. Den här typen av prestationskrav ligger väl i linje med teorin om optimala kontrakt.

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.

Det handlar om att ge vd ett stort procentuellt deltagande, utan att kräva en stor investering.

I ett avseende avviker riskkapitalägarna från teorin om optimala kontrakt. Prestationsmåttan är inte definierade utifrån en relativ prestation, till exempel en jämförelse med företagets konkurrenter. Förmånerna faller ut vid en gynnsam konjunktur eller vid en god börsutveckling, även om företagets resultat inte är bättre än konkurrenternas. Detta är inte i linje med teorin. Enligt *informativeness*-principen bör prestationskrav definieras i relation till jämförbara aktörers prestation. Annars riskerar man att ge ersättningar till vd som är baserade på ren tur. Därför är avsaknaden av branschjämförelser i de nya kontrakten oväntad.

Objektiva mått kompletteras av subjektiv värdering

Före utköpen har vd:arna i högre utsträckning aktierelaterade ersättningar utan prestationskrav, jämfört med efter utköpen. Men även efter utköpen kvarstår en viss andel ersättning i form av aktier och optioner som faller ut automatiskt enligt ett tidsschema (*time vesting*), utan några prestationskrav. En teoretisk förklaring kan vara att subjektiv utvärdering är ett viktigt komplement till objektiva 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. I linje med tidigare forskning bygger med andra ord det bästa kontraktet på att objektiva mått och subjektiv utvärdering kompletterar varandra.

Gå skilda vägar – vad händer när chefen slutar?

Vi ser inga stora förändringar i själva avgångsvederlagen före och efter utköpet, däremot är kontrakten ofta omskrivna så att optioner förverkas om vd avskedades. Detta stämmer väl överens med teorin som säger att avgångsvederlagen blir lägre när ägarmakten är starkare.

I bolagen som köpts ut från börserna förverkas de optioner som inte fallit ut i 61 procent av fallen, jämfört med bara 29 procent under de tidigare ägandeförhållandena.

Dessutom skriver de nya ägarna om kontrakten så att restriktioner införs på de aktier som redan fallit ut. I 71 procent av fallen har ägarbolaget en hembudsklausul, rätten att köpa tillbaka aktierna till ett marknadsvärde som bestäms kvartalsvis av en oberoende aktör. Om ägarna väljer att inte utnyttja den möjligheten har den avskedade vd:n ingen möjlighet att avyttra sitt innehav förrän bolaget återigen väljer att bredda ägandet, för i de flesta fall har vd:n också skrivit på ett avtal som begränsar vilka han eller hon får sälja till.

Det är viktigt att understryka att trots att det riskkapitalägda bolaget är onoterat, vilket per definition begränsar möjligheterna till försäljning av aktierna, så har ägarna förväntat sig om att ytterligare begränsa möjligheterna för avskedade chefer att sälja sitt innehav.

Tidigare forskning har visat att villkoren för avgångsvederlag är mer gynnsamma för vd:ar i bolag med svaga ägare. Detta stämmer överens med våra resultat där vi ser att riskkapitalägarna skriver om kontrakten på ett för vd mindre fördelaktigt sätt.

Är kapitalstrukturen förklaringen?

Vad är det då som ligger bakom de förändrade kontrakten? Är det ägarens fokus på att optimera vd:s incitament, eller handlar det egentligen om en anpassning till bolagets nya kapitalstruktur? Den här typen av lånefinansierade utköp från börserna, så kallade LBO:s, som det är frågan om i vår studie innebär en förändring av bolagets kapitalstruktur – belåningsgraden ökar. För att undersöka om detta är orsaken till för-

ändringen i vd:s kontrakt gjorde vi en jämförelse med noterade bolag som gjort stora förändringar i balansräkningen, liknande dem som sker vid en LBO. Vi kan konstatera att den högre skuldsättningen i dessa fall inte medfört en förändring i vd:s kontrakt i samma utsträckning som i våra studerade LBO-fall. Förändringar i belåningsgraden förklarar med andra ord inte de stora ändringarna i vd-kontrakten som vi observerat.

Vad kan noterade bolag lära av riskkapitalister?

Vd:s ersättningsvillkor är en het fråga i debatten. Vår forskning utgör en ny ansats för att ur ett ägarperspektiv se vad som händer när en stark, enskild ägare förhandlar om ersättningsvillkor med företagets vd. Finns det något att lära ur ett ägarstyrningsperspektiv av hur kontrakten utformas när vd själv inte har inflytande över villkor och nivå för sin egen ersättning?

Vi ser att en stark ägare väljer att förändra många, men inte alla, komponenter i vd:s ersättningskontrakt. Varken den fasta lönen eller den rörliga ersättningen minskas, tvärtom ser vi en viss höjning. Däremot ändrar den nya ägaren kriterierna för rörlig ersättning från kvalitetsbaserade, icke-finansiella och vinstbaserade mått, till renodlat kassaflödesbaserade mått.

Storleken på möjligt avgångsvederlag ändras inte, men kontraktet skrivs om så att tilldelning av aktier och optioner som inte fallit ut förverkas om vd avskedades, och möjligheten för vd att sälja vidare redan tilldelade aktier begränsas.

Vi ser också att riskkapitalisternas kontrakt är utformade så att en betydligt högre del av den aktierelaterade ersättningen är kopplad till prestationskrav.

I de noterade bolagen saknas restriktioner för vd:s förfoganderätt över sitt aktieinnehav. Riskkapitalisterna ställer däremot upp strikta krav. Trots att företaget är onoterat, vilket per definition försvårar en försäljning, införs ytterligare restriktioner på rätten att sälja aktierna, till exempel genom hembudsklausuler.

Sammanfattningsvis drar vi slutsatsen att riskkapitalisternas vd-kontrakt på många

Optioner förverkas om vd avskedades och vd:s möjligheter att sälja sina aktier begränsas kraftigt.



punkter stämmer väl överens med teorin om optimala kontrakt.

Men det finns också likheter mellan de ersättningsmodeller som tillämpas i de olika ägarformerna. Varken före eller efter utköpet förekommer relativa prestationskrav, det vill säga jämförelser mot konkurrenter. Detta är en avvikelse från teorin om optimala kontrakt, som säger att ägaren har ett intresse av att försäkra sig om att man belönar reella prestationer och att belöningar inte faller ut på grund av ren tur med till exempel en stark konjunktur eller en stigande börs.

Frågor för framtida forskning är bland annat hur vd:s kontrakt påverkar ersättningsvillkoren för övriga anställda, samt hur kontrakten eventuellt förändras när ett företag både säljs och köps av riskkapitalister.

Riskkapitalisternas vd-kontrakt stämmer på många punkter väl överens med teorin om optimala kontrakt.

Läs mer om ägarmakt, vd-kontrakt och ersättningar

- Bebchuk, Lucian A. och Jesse M. Fried, 2003, "Executive compensation as an agency problem", *Journal of Economic Perspectives* 17, 71–92.
- Bebchuk, Lucian A. och Jesse M. Fried, 2004, *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Boston, MA.
- Cronqvist, Henrik och Rüdiger Fahlenbrach, "CEO Contract Design: How Do Strong Principals Do It?", *Journal of Financial Economics*, under utgivning.
- Kaplan, Steven N., Mark M. Klebanov och Morten Sorensen, 2012, "Which CEO characteristics and abilities matter?", *Journal of Finance* 67, 973–1007.
- Kaplan, Steven N. och Per Strömberg, 2009, "Leveraged buyouts and private equity", *Journal of Economic Perspectives* 23, 121–146.
- Leslie, Philip och Paul Oyer, 2009, "Managerial incentives and value creation: Evidence from private equity", opublicerat working paper, Stanford University.
- Meulbroek, Lisa K., 2001, "The efficiency of equity-linked compensation: understanding the full cost of awarding executive stock options", *Financial Management* 30, 5–44.