Selskabernes vederlagspolitik: Hvad siger de om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønning?

I denne artikel analyseres de største børsnoterede selskabers vederlagspolitik for at undersøge, hvad disse siger om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønningen. Desværre ender artiklen hurtigt med et deprimerende svar: Ikke ret meget. Artiklen betragter derfor selskabernes vederlagsrapporter og resultaterne fra to spørgeundersøgelser. Baseret herpå kan det konkluderes, at ESG-mål aktuelt anvendes i omkring to ud af tre Large Cap-selskaber, men de indgår her som en relativt mindre del af ledelsesaflønningen. Det må dog forventes, at udbredelsen vil vokse fremadrettet. Endvidere viser resultaterne, at der ofte er tale om flere og ret forskellige ESG-mål. Baseret på disse resultater konkluderer artiklen derfor, at selskaberne af flere grunde bør forbedre informationskvaliteten af de offentliggjorte vederlagspolitikker.

AF FORFATTER



Ken L. Bechmann
Professor, Institut for Finansiering,
Copenhagen Business School, CBS
E-mail: kb.fi@cbs.dk

Ken L. Bechmann er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.

Noter: Forfatteren takker for kommentarer fra deltagerne i 'Nordic Corporate Governance Network Seminar', Bestyrelsesforeningens 'Conference on Executive Compensation and Board Remuneration', 'Environmental Economics Seminar' på Københavns Universitet, samt i to forskellige seminarer afholdt af Computershare.

ESG har gennem de seneste år tiltrukket større og større opmærksomhed. Dette har også bevirket en stigning i diskussionen, om hvorvidt der eksplicit burde anvendes selvstændige ESG-mål i selskabernes ledelsesaflønning.

Det oprindelige formål med nærværende studie var at analysere selskabernes vederlagspolitik for at afdække selskabernes anvendelse af ESG-mål i aflønningen. Ideen var, at det er i vederlagspolitikken, at man blandt andet må forvente at finde selskabernes fremadrettede politik for anvendelsen af ESG-mål.[1]

Desværre afslørede læsningen af vederlagspolitikken fra de største selskaber (Large Cap) hurtigt, at det var begrænset, hvad man reelt kunne læse herom i vederlagspolitikkerne.

Denne artikel vil derfor redegøre for de – efter forfatterens bedste vurdering – observerede mangler i de gennemgåede vederlagspolitikker. Dette gøres især med udgangspunkt i selskabslovens krav til indholdet i disse politikker.

I stedet for at afdække selskabernes anvendelse af ESG-mål i aflønningen baseret på vederlagspolitikkerne gennemgås udvalgte observationer fra selskabernes vederlagsrapport. Endvidere gennemgås og diskuteres to spørgeundersøgelser, der afdækker holdningen til ESG-mål for to grupper af respondenter, der på forskellige måder er i berøring med emnet. Formålet er både at vise, at der generelt er enighed om, at det er vigtigt med ESG-mål i ledelsesaflønningen, men også at der er forskellige holdninger til, hvor meget disse mål skal fylde, og hvordan de skal anvendes.

Disse resultater understøtter således klart behovet for, at selskabernes vederlagspolitik indeholder en relevant og forståelig – men naturligvis stadig overordnet – beskrivelse af, hvorledes ESG-mål kan indgå i den fremtidige ledelsesaflønning.

Artiklen afsluttes derfor med en diskussion af, hvorfor det er vigtigt, at de børsnoterede selskaber offentliggør en informativ vederlagspolitik – ud over naturligvis at overholde lovens krav.

Lovens krav til vederlagspolitik

I forlængelse af EU's aktionærrettighedsdirektiv af 17. maj 2017 blev selskabsloven ændret i 2019 med blandt andet følgende hovedpunkt, jf. Erhvervsstyrelsen (2021):

"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."

Boks 1 gengiver primært de centrale dele af selskabsloven, der vedrører indhold med videre af vederlagspolitikken. I forlængelse af disse ændringer i selskabsloven har Erhvervsstyrelsen udgivet en "Vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport", jf. Erhvervsstyrelsen (2021).[2]

Large Cap-selskabernes vederlagspolitik

Datagrundlag

Medio 2024 blev den på dette tidspunkt gældende vederlagspolitik indsamlet for alle danske børsnoterede selskaber. Det

1. *Dette studie adskiller sig således fra de fleste andre nyere rapporter om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønning, jf. eksempelvis Deloitte (2025).*

2. *Denne henvisning er til Version 3.0 udgivet i november 2021. Det bemærkes, at den første version blev udgivet i 2019, dvs. umiddelbart efter ændringerne i selskabsloven. De nye versioner er sket "I takt med at de børsnoterede selskaber har gjort sig erfaringer med udarbejdelse af en vederlagspolitik efter de nye regler, kunne de indsende bl.a. fortolkningsspørgsmål/-bidrag, eksempler m.v., som Erhvervsstyrelsen ville overveje at indarbejde i efterfølgende versioner af vejledningen.", jf. Erhvervsstyrelsen (2021, s. 4).*

BOKS 1: Selskabslovens krav til vederlagspolitikken

§ 139. Det øverste ledelsesorgan i aktieselskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, der er beliggende eller aktivt i et EU-/EØS-land, skal udarbejde en vederlagspolitik for ledelsesmedlemmerne…

§ 139 a. Vederlagspolitikken, jf. § 139, skal være klar og forståelig og bidrage til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed og indeholde følgende:

1) En forklaring på, hvordan vederlagspolitikken bidrager til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed.

2) En beskrivelse af de forskellige komponenter af fast og variabel aflønning, herunder alle bonusser og andre goder, som kan tildeles ledelsesmedlemmer, med indikation af komponenternes relative andel.

3) En forklaring på, hvordan aktieselskabets medarbejderes løn og ansættelsesvilkår er blevet taget i betragtning ved udarbejdelsen af vederlagspolitikken.

4) Retningslinjer for varigheden af kontrakter eller ordninger med ledelsesmedlemmer, de vigtigste elementer i tillægspensionsordninger eller ordninger for tidlig pensionering og opsigelsesvilkår, opsigelsesperioder og betalinger i tilknytning til opsigelse.

5) …

Stk. 2. Indgår aktieselskabet aftaler om variabel aflønning, skal vederlagspolitikken indeholde klare, brede og varierede kriterier for tildeling af den variable løn. Vederlagspolitikken skal angive

1) oplysninger om de finansielle og ikkefinansielle resultatkriterier, herunder, hvor det er relevant, kriterier vedrørende virksomheders sociale ansvar, og en forklaring på, hvordan de bidrager til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed, samt de metoder, der skal anvendes til at fastlægge, om resultatkriterierne er opfyldt, og

2) …

Stk. 3. Tildeler aktieselskabet aktiebaseret aflønning, skal vederlagspolitikken, jf. stk. 2, tillige indeholde retningslinjer for modningsperioder og en eventuel bindingsperiode for aktier efter udløbet af modningsperioden og forklare, hvordan den aktiebaserede aflønning bidrager til aktieselskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed.

Stk. 4. …

Stk. 5. …

Note: Boksen angiver de dele af selskabsloven, der er specielt relevante i forhold til krav til indholdet af vederlagspolitikken.

følgende er baseret på vederlagspolitikken for de danske Large Cap-selskaber.[3]

Det følgende fokuserer udelukkende systematisk på Large Cap-selskaber af to grunde. For det første må man forvente, at anvendelsen af ESG-mål er mest udbredt i denne gruppe, jf. også diskussionen af resultaterne fra Bechmann, Jarmer og Andersson (2020). For det andet er det også blandt disse selskaber, man alt andet lige må forvente den højeste grad af transparens og efterlevelse af lovkrav.

Mere præcist analyseres vederlagspolitikken for 31 børsnoterede Large Cap-selskaber. For disse gælder, at den gennemsnitlige (median) længde er 9,4 (9,0) sider, hvilket viser, at der er tale om vederlagspolitikker af en vis længde.

Endvidere er den gennemsnitlige (median) alder på 2,3 (2,2) år, hvilket viser, at vederlagspolitikken med jævne mellemrum opdateres. Dette stemmer også med selskabsloven § 139, stk. 2, der kræver, at "Aktionærerne stemmer om vederlagspolitikken på aktieselskabets generalforsamling ved enhver væsentlig ændring og mindst hvert fjerde år."

Informationskvalitet i vederlagspolitikkerne

Vederlagspolitikkerne for disse 31 selskaber er blevet læst grundigt med henblik på at identificere anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønningen. Det kan først konstateres, at tre selskaber ud af de 31 ikke nævner ESG-mål (bredt defineret) i deres vederlagspolitik. Det er her ikke helt til at afgøre, om disse tre selskaber slet ikke ønsker muligheden for at anvende ESG-mål i aflønningen eller eventuelt bare har en meget mangelfuld vederlagspolitik.

For de resterende 28 selskaber har jeg vurderet informationskvaliteten i vederlagspolitikkerne i forhold til anvendelsen af ESG-mål på en skala med "The Good, The Bad and The Ugly."[4] Mere præcist anvendes skalaen i vurderingen af vederlagspolitikkernes information om ESG-mål på følgende måde:

The Good:
Politikken er i overensstemmelse med (min forståelse af) kravene i loven og retningslinjerne udstukket i Erhvervsstyrelsens vejledning.

The Bad:
Der er noget information om ESG-mål i politikken, men den er (efter min vurdering) ikke i overensstemmelse med kravene i loven og retningslinjerne, som er udstukket i Erhvervsstyrelsens vejledning.

The Ugly:
Der er meget begrænset – eller slet ingen – brugbar information i politikken om den faktiske anvendelse af ESG-mål.

Figur 1 viser fordelingen af de resterende 28 selskaber. Fra figuren ses, at jeg kun vurderer fem selskaber til at være Good, dvs. leverer information fuldt i overensstemmelse med lovkravene. Med andre ord er der hele 23 selskaber, der i forhold til anvendelsen af ESG-mål i aflønningen har en mangelfuld vederlagspolitik. Heraf vurderes fire selskaber til at være i 'The Ugly'-kategorien, hvor der stort set ikke er nogen brugbar information i vederlagspolitikken om selskabets anvendelse af ESG-mål. Sidstnævnte er tilfælde, hvor vederlagspolitikken eksempelvis blot angiver, at der kan anvendes 'ESG-mål' eller 'ikke-finansielle mål' i forbindelse med selskabets incitamentsprogrammer.

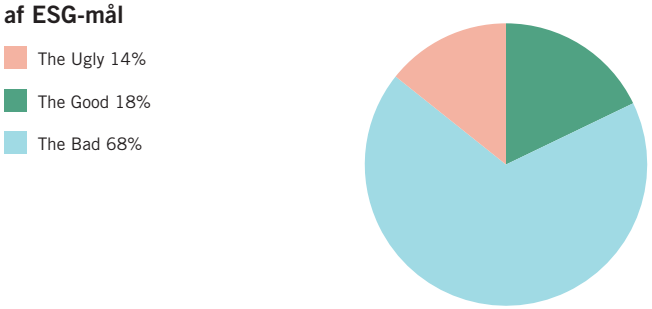
For selskaberne i kategorien "The Bad" spænder variationen bredt, og årsagerne til den mangelfulde vederlagspolitik varierer. Der er dog tre gennemgående mangler.

For det første henviser nogle vederlagspolitikker blot til mål (KPIer) relateret til ESG eller bæredygtighed. Dette er dog en meget bred formulering, som kan indeholde alt fra CO2-udled-

3. *De finansielle Large Cap-selskaber er udeladt af denne undersøgelse. Dette skyldes både, at variabel løn ikke er særlig udbredt i finansielle virksomheder – specielt ikke i bankerne. Endvidere er finansielle virksomheder underlagt yderligere regulering i forhold til aflønning af ledelsen.*

4. *Det kan bemærkes, at dette således er samme skala, som den der blev anvendt i Bechmann og Jørgensen (2002) i en vurdering af de danske børsnoterede selskabers generelle oplysninger om incitamentsprogrammer.*

FIGUR 1: Information i vederlagspolitikken om anvendelsen af ESG-mål



Note: Figuren viser fordelingen af den vurderede informationskvalitet i vederlagspolitikken for de 28 Large Cap selskaber, hvor der indikeres, at ESG- eller bæredygtighedsmål kan indgå som en del af ledelsesaflønningen.

ning til menneskerettigheder og bestyrelsens uafhængighed. Det er derfor svært at se, at dette kan være i fuld overensstemmelse med kravet i selskabsloven § 139 a om, at "Vederlagspolitikken skal angive 1) oplysninger om de finansielle og ikkefinansielle resultatkriterier...", jf. Boks 1 og Erhvervsstyrelsens (2021) henvisning til, at vederlagspolitikken skal "angive hvilke typer resultatkriterier (KPIer), som kan anvendes."[5] For både kortsigtede og især for langsigtede incitamentsprogram bør et børsnoteret selskab overordnet være i stand til at angive, hvilke ESG-mål der kan tænkes at indgå i de næste par års incitamentsprogrammer –uden at afsløre forretningshemmeligheder.

For det andet er det i nogle tilfælde uklart, om ESG-mål anvendes i de kortsigtede incitamentsprogrammer, i de langsigtede incitamentsprogrammer eller i begge. Givet de fundamentale forskelle mellem kortsigtede og langsigtede incitamentsprogrammer, må man forvente, at en fyldestgørende vederlagspolitik beskriver de anvendte ESG-mål for hver af disse to typer programmer. Dette understreges også i Erhvervsstyrelsens vejledning, hvor det i forbindelse med angivelse af typen af anvendte resultatkriterier (KPIer) også fremgår, at "Det vil i den sammenhæng typisk være relevant at sondre mellem kortsigtede og langsigtede incitamentsordninger."

For det tredje er der på trods af selskabslovens eksplicitte krav i nogle tilfælde kun meget begrænset eller ingen information om, "hvordan KPIer bidrager til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed." Det samme gælder kravet om, at vederlagspolitikken skal angive, "Metoder, der skal anvendes til at fastlægge, om resultatkriterierne (KPIer) er opfyldt."

Her er det min umiddelbare vurdering, at førstnævnte af disse mangler er den mest alvorlige, og en sådan mangel vil næsten automatisk medføre de andre nævnte mangler. Hvis et selskab ikke kan være mere præcist i forhold til de mulige ESG-mål end blot at henvise til ESG eller bæredygtighed, så bliver det naturligvis også svært at være mere konkret i forhold til, hvor disse mål vil indgå, og hvorledes disse vil bidrage til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed.

Large Cap-selskabernes vederlagsrapport

Nogle selskaber henviser i vederlagspolitikken til, at detaljerne om de anvendte resultatkriterier herunder ESG-mål kan læses i selskabets vederlagsrapport. Denne begrundelse har jeg ofte mødt, når jeg har præsenteret ovennævnte vurderinger af vederlagsrapporten for de betragtede selskaber.

Selvom fokus i denne artikel som nævnt er på (den manglende) information i vederlagspolitikken, har jeg for god ordens skyld også læst de tilsvarende virksomheders vederlagsrapporter, som blev offentliggjort i 2024 og dermed typisk vedrører aflønningen i 2023.

Vederlagsrapporterne er ofte også mangelfulde

Det er korrekt, at man her får bedre indsigt i anvendelsen af blandt andet ESG-mål. Man må dog desværre også her konstatere, at der stadigvæk er flere selskaber både i kategorien 'The Bad' og 'The Ugly' – især hvis man her også inddrager det større krav til detaljeringsgrad med videre, som er krævet i forhold til vederlagsrapporten, jf. både selskabsloven og Erhvervsstyrelsens (2021) vejledning.[6]

Det er uden for denne artikels rækkevidde også at give en systematisk beskrivelse af informationskvaliteten i alle selskabernes vederlagsrapporter. Det kan dog nævnes, at flere af manglerne ligger i forlængelse af de mangler, der er identificeret i vederlagspolitikkerne. Dette gælder især manglende information om de konkrete ESG-mål, vægtningen af disse mål i incitamentsaflønningen samt graden af målopfyldelse.

Hvad vederlagsrapporterne viser om ESG-mål

Selv om det således ikke er formålet at lave et fyldestgørende studie af selskabernes vederlagsrapport, kan læsningen af disse give en lidt mere detaljeret og interessant indsigt i den aktuelle anvendelse af ESG-mål. Dette er særligt relevant for at sætte informationen i vederlagspolitikkerne i perspektiv og for at kvalificere den følgende diskussion.

Resultaterne fra vederlagsrapporterne viser, at 21 ud af de betragtede 31 Large Cap-selskaber, dvs. 68%, har anvendt ESG-mål i forbindelse med ledelsesaflønningen vedrørende 2023. For disse selskaber kan følgende overordnede observationer fremhæves.

Antallet af ESG-mål i det samme program varierer typisk mellem ét og fem.

Der anvendes endvidere en bred vifte af forskellige ESG-mål men de følgende er blandt de mest udbredte:

- Klima – specielt CO_2-udledning, men kan også være knyttet til vandforbrug og affald
- Diversitet og inklusion
- Sikkerhed, arbejdsmiljø, fastholdelse

5. *Mere præcist skriver Erhvervsstyrelsen (2021), at "Det vil være tilstrækkeligt i vederlagspolitikken at angive hvilke typer resultatkriterier (KPIer), som kan anvendes i forbindelse med variabel aflønning med en forklaring på, hvordan resultatkriterierne (KPIer) bidrager til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed." Dette må betyde et større detaljeringskrav end henvisning til ESG.*

6. *Det bemærkes her, at det virker som om Deloitte (2025) også er enig i denne betragtning om end de formulerer det lidt mere venligt med en bemærkning om: "Not all companies report their remuneration with the same level of detail and the same format."*

Udover antallet og de konkrete ESG-mål, er det naturligvis også interessant at vide, hvor stor en andel af aflønningen, der samlet er knyttet til de anvendte ESG-mål. En sådan opgørelse skal dog tilgås med forsigtighed. Dette gælder især for selskaber, hvor den regnskabsmæssige værdiansættelse af visse aktieprogrammer adskiller sig fra deres markedsværdi på tildelingstidspunktet, jf. fx Bechmann, Jarmer og Andersson, 2020. Derudover kan andelen variere betydeligt fra år til år – både afhængigt af graden af målopfyldelse og af størrelsen af andre bonusser og tildelt aktieløn.

På baggrund af vederlagsrapporterne fra 2024 har jeg valgt at udarbejde et indikativt overslag over, hvor stor en del af aflønningen der relaterer sig til ESG-mål. Ifølge selskabernes egne oplysninger varierer denne andel typisk fra ca. 1 % til 6 % af den samlede løn til den administrerende direktør (CEO) dog med enkelte selskaber, der ligger højere.[7]

Undersøgelse om holdninger til anvendelsen af ESG-mål

I forlængelse af ovenstående resultater er det relevant at afdække, hvad bestyrelser og andre, der arbejder med aflønning og ESG mener om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønningen.

Deltagerne i to konferencer/seminarer om ledelsesaflønning er derfor blevet stillet spørgsmål om deres holdning til anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønning. Det ene var ved 'Conference on Executive Compensation and Board Remuneration – 17. Juni 2024' afholdt af Bestyrelsesforeningen, hvor 80 bestyrelsesmedlemmer besvarede spørgsmålene. Det andet var ved et seminar om 'Generalforsamling 2025 kick-off – 14. november 2024' afholdt af Computershare, hvor 61 personer,

TABEL 1: Resultater om holdningen til anvendelsen af ESG-mål

Hvor stor en andel af den samlede aflønningspakke bør være relateret til ESG?

	Bestyrelsesforeningen	Computershare
0%	3%	3%
1-5%	18%	16%
5-10%	36%	40%
10-20%	34%	25%
>20%	8%	13%
Ved ikke	1%	3%

ESG relaterede KPIer bør indgå i?

	Bestyrelsesforeningen	Computershare
Kun i STIP?	5%	3%
Kun i LTIP?	21%	20%
I begge?	73%	75%
Ved ikke	1%	2%

Hvor mange forskellige KPIer bør der højest være i ét program?

	Bestyrelsesforeningen	Computershare
1-2	13%	9%
3-4	62%	43%
5-6	24%	31%
7-8	0%	7%
>8	0%	7%
Ved ikke	1%	3%

Note: Tabellen viser resultaterne fra spørgsmål om anvendelsen af ESG-mål (ESG KPIer) ved to forskellige konferencer/seminarer. Bestyrelsesforeningen: 'Conference on Executive Compensation and Board Remuneration – 17. juni 2024', hvor 80 bestyrelsesmedlemmer besvarede spørgsmålene. Computershare: 'Generalforsamling 2025 kick-off – 14. november 2024', hvor 61 personer, der arbejder med Investor Relations og lignende, besvarede spørgsmålene. STIP står for 'Short-Term Incentive Plan', mens LTIP står for 'Long-Term Incentive Plan'.

7. *Disse tal stemmer også rimeligt overens med resultaterne i Deloitte (2025). Baseret på oplysningerne i Deloittes undersøgelser af aflønningen i C25-selskaberne kan det beregnes, at ESG-mål udgjorde omkring 4,3%-4,8% af den samlede aflønning i 2023. Deloittes resultater for 2024 viser lidt højere tal svarende til omkring 5%.* For 2025 konkluderer Deloitte (2025, s. 6): "The median of actual total ESG bonus of expensed variable remuneration is 8.1% and the median of actual climate bonus of expensed total remuneration is 1.6%." *Da de 8,1% som angivet er målt relativt til den samlede variable aflønning er disse tal også i overensstemmelse med ovennævnte cirka 5%.*



der er ansvarlige for Investor Relations og lignende, besvarede spørgsmålene. I det følgende omtales sidstnævnte gruppe af respondenter som IR-ansvarlige, velvidende, at dette nok ikke er dækkende for alle deltagerne.

De stillede spørgsmål og deltagernes besvarelser fremgår af Tabel 1.

Det kan naturligvis altid diskuteres, i hvor høj grad resultaterne fra denne undersøgelse er repræsentative.[8] Det må dog her erindres, at der i begge tilfælde er tale om personer, der på den ene eller anden måde beskæftiger sig med emnet og formodentlig af interesse har valgt at deltage i den nævnte konference og seminar. Besvarelsen må derfor formodes at give en vis pejling af de nævnte gruppers holdning til anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønning. Dette understøttes også af, at det på trods af spørgsmålenes kompleksitet er relativt få, der svarer 'ved ikke' svarende til 1% for bestyrelsesmedlemmer og 2%-3% for IR-medarbejdere.

En første – og måske overraskende – observation er, at på trods af forskellene mellem de to grupper af respondenter er fordelingen af svarerne relativt ens. Det er således kun ved spørgsmålet om antallet af ESG-mål (KPIer), at der ses en mindre forskel, eftersom bestyrelsesmedlemmer har en tendens til at foretrække et lavere antal ESG-mål. Dette diskuteres i det efterfølgende.

Hvor stor en andel skal ESG-mål udgøre?

Fra Tabel 1 ses, at stort set alle (henholdsvis 96% og 94%) mener, at ESG-mål bør udgøre en andel af ledelsesaflønningen.

Der er dog en vis spredning i holdningerne til, hvor stor andelen af ESG-mål præcist bør udgøre af den samlede aflønning. Generelt ses, at mange mener, at andelen bør være forholdsvis væsentlig. Mere præcist mener henholdsvis 34% og 25%, at ESG-mål bør udgøre mellem 10% og 20%, og 8% henholdsvis 13% mener, det skal være mere end 20%. Tages et simpelt vægtet gennemsnit af de afgivne svar (med et par simple antagelser) giver dette en andel på lidt over 10% af den samlede aflønning.

Disse resultater er interessante, eftersom de alt andet lige indikerer et ønsket/forventet niveau, der er omkring dobbelt så højt som det aktuelle, jf. ovennævnte resultater.[9]

Hvor skal ESG-mål indgå?

Her ses, at nogle relativt få (3%-5%) mener, at ESG-mål udelukkende bør indgå i det kortsigtede incitamentsprogram (STIP). Lidt flere (20%-21%) mener, det alene bør indgå i det langsigtede incitamentsprogram (LTIP).

Langt hovedparten (73%-75%) er dog enige om, at ESG-mål både bør indgå i det kortsigtede og det langsigtede incitamentsprogram.

Dette viser klart behovet for, at selskaberne overvejer og i deres vederlagspolitik redegør for, hvor ESG-mål indgår, hvilket var en af de mangler, der blev identificeret i ovenstående gennemgang af de offentliggjorte vederlagspolitikker.

Hvor mange ESG-mål skal der være i ét program?

Som nævnt ses der en forskel mellem de to grupper af respondenter i forhold til antallet af ESG-mål i samme program.

Det ses især, at blandt bestyrelsesmedlemmer mener henholdsvis 62% og 24%, at det passende antal ESG-mål er 3–4 og 5–6. De tilsvarende tal for IR-ansvarlige er 43% og 31%. Derudover mener 7% af IR-ansvarlige, at antallet bør være 7–8, og yderligere 7% mener, det bør være over 8. For bestyrelsesmedlemmer er tallene i begge tilfælde 0%. Et simpelt vægtet gennemsnit af besvarelserne – baseret på nogle få antagelser – indikerer, at bestyrelsesmedlemmer mener, at der bør anvendes 3,7 ESG-mål, mens IR-ansvarlige angiver et gennemsnit på 4,7.

Det er helt sikkert svært at konkludere, hvad det rigtige antal generelt bør være. En ting,som man bør være opmærksom på, er, at mange forskellige ESG-mål ender med at reducere vægten og dermed måske også incitamentseffekten af det enkelte ESG-mål.

Som en simpel illustration kan man betragte en realistisk aflønningspakke, hvor 50% består af fast løn, 25% af et kortsigtet bonusprogram (STIP) og 25% af et langsigtet aktielønsprogram (LTIP). Hvis ESG-mål tildeles en vægt på 20% i både bonus og aktieløn, udgør ESG samlet 10% af den samlede aflønning. Hvis seks ESG-mål fordeles ligeligt mellem de to programmer (i alt 12 placeringer), vil det enkelte ESG-mål kun vægte ca. 0,8 % af den samlede aflønning. Det bør derfor overvejes, om dette skaber et reelt incitament for modtageren – og om det samlet set er "besværet værd."

Hertil kommer, at et stigende antal ESG-mål øger kompleksiteten af de enkelte programmer. Dette kan yderligere reducere incitamentseffekten – og i alle tilfælde mindske gennemsigtigheden.

Diskussion og konklusion

Efter en – måske lidt langsom – start ses en stigende udbredelse af ESG-mål i direktionens aflønning blandt større danske børsnoterede selskaber.

De spørgeundersøgelser, der er gennemgået i artiklen, viser bred enighed om, at ESG-mål i høj grad er relevante i ledelsesaflønning – sandsynligvis i endnu højere grad end det aktuelt er tilfældet. Undersøgelserne viser dog også uenighed, om hvor stor en andel af aflønningen der bør være knyttet til ESG-mål, og i hvilke programmer, og hvor mange forskellige mål der bør indgå.

Givet dette og det generelt store fokus på ESG er det overraskende, at informationen om ESG-måls anvendelse i vederlagspolitikkerne er så mangelfuld. Det er endnu mere bemærkelsesværdigt, at mange af disse politikker ikke engang lever op til selskabslovens krav.

Ud over naturligvis at leve op til lovens krav er der flere

---

8. *Det skal også her bemærkes, at begge undersøgelser er foretaget i 2024 – og det kan ikke udelukkes, at resultatet her i 2025 vil være anderledes, jf. blandt andet diskussioner om, hvorvidt krav til rapportering om ESG (CSRD) er gået for vidt.*
9. *Den omhyggelige læser vil bemærke, at man i denne diskussion skal være opmærksom på, om man betragter den mulige andel af ESG-mål som behandlet i Vederlagspolitikken eller den realiserede andel som angivet i Vederlagsrapporten. Som det generelt fremgår af Vederlagsrapporterne så ser det ud til, at ESG-mål (i hvert fald i Vederlagsrapporterne vedr. 2023) generelt blev opfyldt. Denne sondring er således ikke afgørende her, men det er klart at man fremadrettet skal være opmærksom på dette – specielt når/hvis ESG-målene bevæger sig i en mere krævende og ambitiøs retning.*

vigtige grunde til, hvorfor selskabernes vederlagspolitik bør give gennemsigtig og forståelig information om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønningen.

For det første vil det sikre, at bestyrelsen tvinges til at drøfte og forholde sig grundigt til, hvordan selskabets langsigtede strategi og arbejde med ESG skal udformes og afspejles i ledelsesaflønningen. Erfaringen viser, at når noget skal behandles på generalforsamlingen og offentliggøres, bliver man tvunget til at "spidse blyanten."

For det andet og i forlængelse af det ovenstående, giver en fyldestgørende vederlagspolitik aktionærer og en lang række andre relevante interessenter et indblik i, hvordan selskabet (og dets ledelse) fremadrettet kan formodes at have fokus på ESG – og de forskellige interessenter vil efterfølgende kunne vurdere arbejdet med ESG i dette lys. Stort set intetsigende vendinger i vederlagspolitikken er spild af papir og kan specielt i forhold til ESG hverken være i selskabets eller samfundets interesse.

Mere fyldestgørende information i specielt vederlagspolitikken, men også i vederlagsrapporten, synes i sidste ende at være det bedste forsvar imod beskyldninger om, at anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønningen blot skal tages som et udtryk for 'Greenwashing' og/eller for ledelsernes 'tag-selv-bord'.

Litteratur

- Bechmann, Ken L. og Peter Løchte Jørgensen, 2002: Incitamentsprogrammer og oplysningsforpligtelsen. *Finans/Invest*, 1/02, s. 4-11.
- Bechmann, Ken L., 2018: Ledelsesaflønning: Hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv? *Finans/Invest*, 2/18, s. 22-27, 35.
- Bechmann, Ken L., Anders Jarmer og André Andersson, 2020: Moderne aktieprogrammer: De skulle være så simple, og så er de faktisk ret komplekse. *Finans/Invest*, 6/20, s. 13-20.
- Deloitte, 2025: *Data insights into Board and Executive remuneration in Danish C25 Companies*. Rapport, Juni 2025.
- Erhvervsstyrelsen, 2021: *Vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport.* Vejledning, 3. version, november 2021.



+45 86 205 208
info@scanrate.dk
www.scanrate.dk
Frederiks Plads 42, 10. | 8000 Aarhus C

SCANRATE
Part of Vitec Software Group