

# Overbetalte CEOs under-performer finansielt

**Ekstremt høje lønninger til topdirektører forsvarer ofte med, at der er tale om peanuts i forhold til den finansielle værdi, de skaber til aktionærerne. Herhjemme er det svaret til de mange kritikere af børsintroduktionen af Nets, som sikrede topdirektøren en gevinst på 585 mio. kr. Men to uafhængige undersøgelser baseret på amerikanske data dokumenterer, at sandheden snarere er den modsatte.**

Selskaberne bag de 100 mest overbetalte CEO's i det amerikanske aktieindeks S&P 500 har underperformet finansielt med 2,9 procentpoint i forhold til de øvrige selskaber i indekset. Det viser en omfattende analyse med titlen "The 100 most overpaid CEOs - Are Fund Managers Asleep at the Wheel" som netop er offentliggjort af den amerikanske engagementvirksomhed As You Sow. Den negative sammenhæng bekræftes af MSCI ESG Research i undersøgelsen "Are CEO's paid for performance", offentliggjort i juli 2016.

Her har researchselskabet undersøgt sammenhængen mellem aflønningen af CEO og den finansielle performance i 429 Large Cap virksomheder over ti år fra 2006-2015. Hovedkonklusionen er, at selskaber som aflønnede deres topdirektør med mere end medianen i deres sektor, udviste en finansielle performance under medianen. De selskaber, som aflønnede under medianen, viste en akkumuleret finansielle outperformance på 39 procent.

"As You Sow's" hovedformål med den nye undersøgelse har været at identificere de 100 mest overbetalte CEO's blandt de førende amerikanske virksomheder i S&P 500. Det har de gjort primært udfra en regressionsanalyse af den totale aflønning af topdirektørerne og det samlede finansielle afkast, Total Shareholder Return (TSR), over fem år fra de tilsvarende virksomheder. Hertil er inddraget 30 kvalitative kriterier med relevans for aflønningen af topcheferne.

Resultatet er en subjektiv, men konsistent, oversigt over de 100 mest overbetalte amerikanske CEO's, som toppes af direktøren for medieimperiet CBS, med en samlet årsløn på hvad der svarer til 400 mio. kr. Topcheferne for Salesforce og Yahoo er også på den øverste del af listen med en samlet årsløn på godt 200 mio. kr, mens Oracle topper med en årsgage til topchefen på hvad der ifølge undersøgelsen svarer til ikke mindre end 750 mio. kr.

## Beskeden reaktion fra de største ejere

Af de 25 topperbetalte CEO's var 15 gengangere fra året tidligere, mens de ti øvrige optræder på lis-ten for tredje gang, siden undersøgelsen blev udarbejdet første gang i 2015. De har underperformet lige siden.

Men det har ikke betydet en markant ændring i aktionærernes samlede reaktion overfor selskaberne. Investormodstanden mod ekstremt høje lønninger og specifikt de 100 mest overbetalte CEO's er blevet noget stærkere de seneste to år. Men ifølge analysen er der fortsat meget stor forskel på i hvor høj grad forskellige grupper af institutionelle investorer reagerer på åbenlyse misforhold mellem topchef aflønning og performance, selv om den såkaldte "Dodd-Frank financial reform act" lægger op til det.

25 procent af de amerikanske aktier ejes af investeringsforeninger, som er forpligtede til at oplyse, hvordan de stemmer bl.a. i forhold til nye lønpakker til topchefen. Heraf fremgår det, at de generelt er betydeligt mere tilbageholdende med at tage afstand fra kontroversielle lønpakker end pensionsfondene, som udgør den næststørste ejergruppe, når det gælder amerikanske virksomheder. Ifølge undersøgelsen har verdens største institutionelle investor, BlackRock, således kun stemt imod syv af de 100 mest overbetalte CEO's lønforhold. Tallet var det samme for Fidelity, mens det var lidt højere for Vanguard med ni og noget lavere for Goldman Sachs, der kun stemte imod tre af de 100 lønpakker.

En af de største pensionsfonde og mest aktive ejere i USA, CalPERS, stemte imod lige godt halvdel af de 100 lønpakker. Nogenlunde det samme gælder for 11 såkaldte SRI fonde med særlig fokus på ansvarlige investeringer. Her er der dog en betydelig spredning mellem de enkelte selskaber.

En af de største udenlandske institutionelle investorer på det amerikanske aktiemarked, Den Norske Oliefond, stemte imod CEO lønpakken i 23 af de 93 selskaber på listen, som de havde investeret i gennem Norske Bank. Endelig anbefalede de to største proxyvoting selskaber, ISS og Glass Lewis, deres kunder at stemme imod henholdsvis 30 og 38 af de 100 særligt kontroversielle lønpakker.

*Artiklen er skrevet af Erik Alhøj, direktør for Engagement International, som rådgiver institutionelle investorer om engagement og ansvarlige investeringer i samarbejde med MSCI ESG Research.*