

Introduktion til fremstillingen

1.1 Alment om fremstillingen

1.1.1 Om bogen og dens temaer

Bogen er det første samlede danske værk om egne aktier. Hensigten med bogen er at give læseren et indblik i gældende ret i forhold til selskabsret, børsret, regnskabsret og skatteret. Herudover gives læseren et indblik i egne aktier fra et økonomisk perspektiv.

1.1.2 Fremstillingens definition af egne aktier

I denne fremstilling anvendes følgende definition på egne aktier:

Ved egne aktier forstås aktier, der er erhvervet af det aktieselskab, der har udstedt disse.

Herved afgrænses egne aktier fra aktier i det pågældende aktieselskab, der er ejet af selskabets eventuelle datterselskaber.

Datterselskabers erhvervelse af moderselskabets aktier falder uden for definitionen, men den retlige regulering af denne type af erhvervelser vil alligevel blive behandlet. Sådanne erhvervelser omfattes af begrebet “cross-holding”.¹

1.1.3 Afgrænsning af fremstillingen

Som nævnt rummer fremstillingen en gennemgang af egne aktier i et bredt perspektiv, der spænder fra egne aktier i et økonomisk perspektiv, over et historisk perspektiv, over den selskabsretlige, den børsretlige og

1. Se en tilsvarende anvendelse af terminologi hos Paul Krüger Andersen i Neville & Engsig Sørensen (red.): Den nye selskabslov, 2009, s. 288. Se meget mere om definitioner i afsnit 5.1.

den regnskabsretlige behandling, afsluttende med den skatteretlige behandling.

Gennem hele fremstillingen er der en høj grad af hensyntagen til, at regelgrundlaget i meget høj grad udspringer af et internationalt retsgrundlag, da dansk økonomi og lovgivning i meget høj grad er underlagt sådanne. Inden for selskabsret, børsret, regnskabsret og skatteret spiller særligt EU-retten en meget væsentlig rolle for gældende ret, mens regnskabsretten i høj grad tillige er præget af internationale regnskabsstandarder, lige som IFRS (International Financial Reporting Standards) spiller ind, når regnskaber aflægges efter disse standarder.²

1.1.4 Fremstillingens systematik

Efter dette indledende kapitel, indledes fremstillingen med *kapitel 2 om køb af egne aktier fra et økonomisk perspektiv*. I kapitlet gennemgås udlodningspolitikken i en række større danske selskaber, hvorefter emnet tages teoretisk under behandling i afsnittet om udlodning i perfekte kapitalmarkeder. Kapitlet rummer også et afsnit om interessekonflikter i forbindelse med udbytte og køb af egne aktier samt en gennemgang af mulige forklaringer på selskabers forskellige udlodningspolitik.

I *kapitel 3, der er en historisk gennemgang af reglerne om egne aktier*, introduceres læseren for den historiske udvikling, som reguleringen af egne aktier har undergået fra firmalovene fra 1862 og 1889 og frem til i dag, hvor der rundes af med en introduktion til de EU-retlige regler, der i dag spiller den største rolle for reguleringen af egne aktier.

I *kapitel 4, der omhandler aktier og aktiers omsættelighed*, introduceres læseren for de forskellige aktietyper, der efter gældende dansk ret kan forekomme, lige som de rettigheder, der knytter sig til aktierne, analyseres. I forhold til erhvervelse og afhændelse af selskabers egne aktier gennemgås de sikringsakter, der skal foretages, afhængig af hvilken type af aktie, der overdrages. Forskelle og ligheder mellem omsætnings- og kreditorbeskyttelse gennemgås også.

Fremstillingens *kapitel 5 angår den selskabsretlige behandling af køb og besiddelse af egne aktier*. Læseren introduceres for de teoretiske yderpunkter, som lovgiver kunne beslutte sig for at anvende på egne aktier.

2. IFRS er nogle internationale regnskabsstandarder udgivet af standardorganet IASB International Accounting Standards Board siden 2001.

Herefter analyseres selskabslovens og selskabsdirektivets bestemmelser om tegning og erhvervelse af egne aktier, hvorefter læseren præsenteres for en opgørelse af den bundne egenkapital, hvilket har til formål at udregne residualen, de frie reserver, da det er disse, der kan anvendes til erhvervelse af egne aktier. Hovedregler og undtagelserne om erhvervelse af egne aktier gennemgås, hvorefter en gennemgang af de EU-retlige regler, som Danmark ikke har udnyttet til fulde i forhold til at sikre de danske selskaber den bedst mulige stilling, runder afsnittet om erhvervelse af egne aktier af. Kapitlet afsluttes med en analyse af reglerne om aktieselskabers besiddelse af egne aktier.

I *kapitel 6 om selskabers afhændelse af egne aktier*, indledes der med en almen gennemgang, hvorefter reglerne om lovbestemt afhændelse af egne aktier erhvervet mod eller uden vederlag samt afsnittet om tvungen kapitalnedsættelse leder hen til afsnittet om vilkårene for afhændelse af egne aktier, der runder kapitlet af.

I *kapitel 7 om den børsretlige behandling af egne aktier* introduceres læseren for forbuddene mod markedsmanipulation og insiderhandel, hvorefter konsekvenserne af at handle inden for eller uden for Safe Harbour-forordningen præsenteres. Kapitlet rummer endvidere en gennemgang af reglerne om flagningspligt ved handel med egne aktier, og det rundes af med reglerne om børsselskabernes løbende oplysningspligt.

Den regnskabsretlige behandling af egne aktier hedder bogens kapitel 8, der indledes med en fastlæggelse af det selskabsretlige udgangspunkt for den regnskabsretlige behandling og med en gennemgang af egne aktiers regnskabsretlige status i forhold til vurderingen af, om der er tale om et aktiv eller ej. Herefter analyseres den regnskabsretlige retstilstand med fokus på behandlingen af egne aktier i de enkelte dele af regnskabet, både i forhold til selskabets eget regnskab og i et eventuelt koncernregnskab.

Den skatteretlige behandling af egne aktier analyseres og beskrives i kapitel 9, der runder fremstillingen af. I kapitlet fastslås det, hvad der udgør egne aktier skatteretligt. Det analyseres, hvilke skatteretlige konsekvenser et aktieselskabs erhvervelse og afhændelse af egne aktier har, ligesom læseren her finder svar på, hvordan udbytte af selskabets egne aktier beskattes. Herudover rummer kapitlet en udførlig gennemgang af egne aktier i forbindelse med medarbejderincitamentsprogrammer, lige som reglerne om skatte- og momsfradrag for omkostninger i forbindelse med erhvervelse og afståelse af egne aktier bliver gennemgået.

Kapitel 1: Introduktion til fremstillingen

I *bilag 1-8* findes de bestemmelser fra direktiv 2017/1132/EU, som har størst direkte betydning for den selskabsretlige regulering af egne aktier.

Kapitel 2

Køb af egne aktier fra et økonomisk perspektiv¹

2.1 Kapitlets centrale økonomiske spørgsmål og struktur

Inden for corporate finance antages børsnoterede aktieselskabers målsætning at være værdiskabelse til aktionærene. Når økonomer interesserer sig for børsnoterede aktieselskabers investerings-, finansierings- og udlodningspolitik, er det i relation til spørgsmålet, om ledelsen kan skabe værdi til aktionærene.

Aktieselskabers udlodningspolitik er et centralt emne inden for corporate finance. Et aktieselskabs udlodningspolitik besvarer følgende *to spørgsmål*:

- *Hvor meget kapital skal aktieselskabet udlodde til dets aktionærer?*
- *Hvordan skal aktieselskabet udlodde kapital til aktionærene? Skal det ske i form af udbytte og/eller ved køb af egne aktier?*

I det følgende vil hovedvægten være på en økonomisk analyse af aktietilbagekøb, men det er også klart ud fra det ovenstående, at dette ikke er muligt uden at komme ind på spørgsmålet om, hvor meget kapital aktieselskaber udlodder til aktionærene, og om det sker i form af køb af egne aktier og/eller udbytte.

Kapitlet er struktureret som følger. Afsnit 2.2 indeholder information om samtlige danske børsnoterede aktieselskabers udlodningspolitik for indledningsvis at få en idé om, hvor udbredt køb af egne aktier er blandt de danske børsnoterede selskaber. Herefter ses der i afsnit 2.3 nærmere på fire store danske børsnoterede aktieselskabers udlodningspolitik. I afsnit 2.4 gives en kort beskrivelse af Miller og Modiglianis centrale indsigt i, at udlodningspolitik ikke kan skabe værdi til aktionærene under nog-

1. Tak til Michael Møller for hjælpsomme kommentarer.

le idealiserede (og urealistiske) forudsætninger. I de følgende fire afsnit slækkes disse forudsætninger, og det vurderes, hvordan dette influerer på relevansen af selskabers udlovningspolitik. I afsnit 2.9 opsummeres en række af kapitlets konklusioner.

2.2 Danske børsnoterede aktieselskabers udlovningspolitik

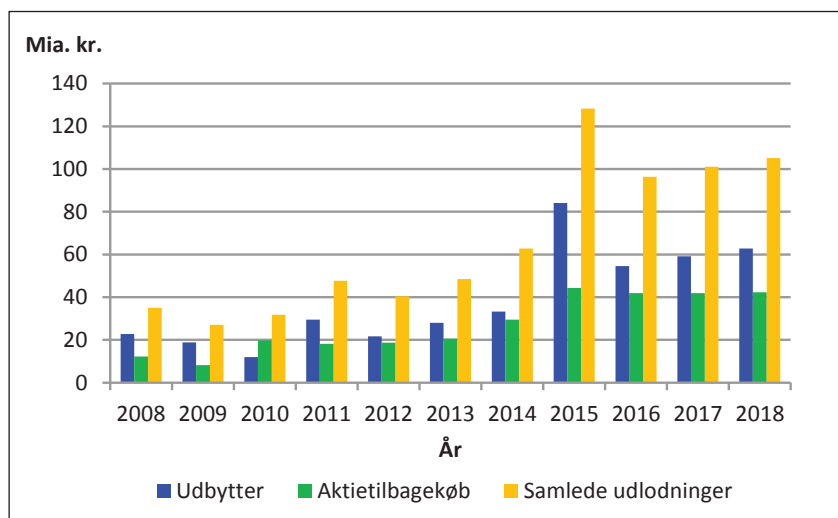
Hvis et aktieselskab har mere kapital, end det behøver for at iværksætte alle rentable realinvesteringer, nedbringe en eventuel for høj gældsandel eller have en reserve i forbindelse med uforudsete finansielle problemer eller uforudsete forretningsmuligheder, kan man sige, at aktieselskabet har “for meget” kapital, og at aktieselskabet bør udlodde denne overskudslividitet til aktionærene i form af udbytte eller køb af egne aktier for ikke at ødelægge værdi.²

Figur 2.1 viser danske børsnoterede aktieselskabers udbytter, aktietilbagekøb og samlede udlovnings fra 2008 til 2018.³

2. Jf. Brealey, Myers og Allen (2017) s. 410 samt DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2008) afsnit 1.

3. Data stammer fra Danmarks Nationalbank. Danmarks Nationalbank estimerer aktietilbagekøb ud fra selskabernes nettotransaktioner i egne aktier. Ifølge Danmarks Nationalbank kan medarbejderaktier indgå i opgørelsen ligesom der kan mangle tilbagekøb i måneder med kapitalnedsættelser.

Figur 2.1: Danske børsnoterede aktieselskabers udbytter, aktietilbagekøb og samlede udlodninger fra 2008 til 2018.



Kilde: Danmarks Nationalbank

Hvis man ikke ekskluderer A.P. Møller-Mærskes ekstraordinære udbyttebetaling i 2015⁴ på knap 37 mia. kr., har danske børsnoterede aktieselskaber i runde tal udloppet 725 mia. kr. til aktionærerne i løbet af de 11 år fordelt med knap 60 % på udbytte og godt 40 % på aktietilbagekøb.

“C25-virksomhederne stod i 2018 for knap 90 procent af de samlede udlodninger fra børsnoterede selskaber.”^{5,6,7}

4. Som følge af salg af aktier i Danske Bank.
5. Jf. Danmarks Nationalbank. Udbytter og aktietilbagekøb for 105 mia. kr. i 2018. 29. januar 2019.
6. Farre-Mensa, Michaely og Schmalz (2014) afsnit 2 giver et overblik over amerikanske selskabers udlodningspolitik fra 1971 til 2012. Heraf fremgår det bl.a., at der er sket et betydeligt skift i amerikanske selskabers udlodningspolitik (kraftig stigning i aktietilbagekøb i løbet af de seneste 30 år).
7. For amerikanske selskaber er det få selskaber, der især udbetaler udbytte: *“Most dividends are paid by a small number of firms, with roughly half of aggregate dividends paid by only 25 firms”* Farre-Mensa, Michaely og Schmalz (2014) s. 77.

2.3 Eksempler på danske børsnoterede aktieselskabers udlodningspolitik

2.3.1 Introduktion

I dette afsnit undersøges fire store danske børsnoterede aktieselskabers udlodningspolitik i midten af 10'erne. De fire selskaber er Topdanmark, Danske Bank, A.P. Møller-Mærsk og Novo Nordisk. Der vil blive søgt svar på spørgsmål som:⁸

- Argumenterer selskabets ledelse for en sammenhæng mellem investerings-, finansierings- og udlodningspolitikken? Og i givet fald: Argumenterer selskabets ledelse for, at der er en rækkefølge, i hvilken den træffer beslutninger?⁹
- Argumenterer selskabets ledelse for, at udbytte og køb af egne aktier er substitutter, eller argumenterer selskabets ledelse for, at der er væsentlige forskelle mellem disse to måder at udlodde kapital til aktionærerne på? Og i relation til sidstnævnte spørgsmål: Er der en rækkefølge, i hvilken selskabets ledelse fastlægger, hvor meget kapital, den vil udlodde som udbytte, og hvor meget den vil udlodde ved aktietilbagekøb?

8. Nogle af nedenstående spørgsmål søges også besvaret af Brav, Graham, Harvey og Michaely (2005) for *amerikanske* selskaber via spørgeskemaundersøgelser og interviews af selskabernes ledelser og af DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2008) afsnit 1.2 for Microsoft. Jf. i øvrigt Farre-Mensa, Michaely og Schmalz (2014) for nyere empirisk vidnesbyrd i relation hertil.

9. I Miller og Modigliani (1961) er udbytte residualt (først iværksættes rentable realinvesteringer; så udbetales udbytte). Baseret på spørgeskemaundersøgelser og dyberegående interviews med *amerikanske* finansielle ledere argumenteres der i Brav, Graham, Harvey og Michaely (2005) afsnit 3 for, at udbyttebeslutninger træffes samtidigt med investeringsbeslutninger. Opretholdelse af udbytte per aktie er lige så vigtigt som investeringsbeslutningen, men øget udbytte per aktie betragtes først efter investeringsbeslutningen, ligesom tilbagekøbsbeslutningen træffes efter investeringsbeslutningen. "*while repurchases are made after exploiting profitable investment opportunities, retaining the historic level of the dividend is (nearly) untouchable and is on par with initiating new investment.*" Brav, Graham, Harvey og Michaely (2005) s. 490-497. Ledelserne af amerikanske selskaber tilkendegiver, at de vil undlade at iværksætte realinvesteringsprojekter med positiv NPV, før de mindsker udbyttebetalinger. Ledelserne har ikke samme holdninger mht. aktietilbagekøb. Dette indikerer, at udbytte og aktietilbagekøb kan være substitutter, men de er ikke perfekte substitutter.

2.3 Eksempler på danske børsnoterede aktieselskabers udlovningspolitik

- Hvor meget kapital udlodder selskabet, og hvordan er fordelingen mellem udbytte og køb af egne aktier?
- Giver selskabets ledelse begrundelse for, hvor meget kapital den udlodder?
- Begrunder selskabets ledelse, hvordan den udlodder (hvorfor har den valgt alene udbytte, alene køb af egne aktier, eller både udbytte og køb af egne aktier)?
- Er selskabets udlovningspolitik fast, eller sker der ændringer heri?
- I relation til udbyttepolitik: Argumenterer selskabets ledelse ud fra udbytte pr. aktie, dividend payout ratio, vækst i udbytte pr. aktie, direkte afkast eller noget helt femte?
- Hvordan køber selskabet egne aktier?
- Hvad sker der med de tilbagekøbte aktier?
- Har selskabet én eller flere aktieklasser, og kan køb af egne aktier betyde ændringer i det relative forhold mellem aktieklasserne?
- Hvordan er aktionærsammensætningen? Hvis selskabets ledelse skal varetage aktionærernes interesser, er det relevant at have information om, hvem der ejer aktierne i selskabet, ligesom det er relevant at vide, om der er én eller flere dominerende aktionærer.

2.3.2 A.P. Møller-Mærsk

Baseret på årsregnskabet for 2016 halverede A.P. Møller-Mærsk sit ordinære udbytte pr. aktie fra 300 kr. til 150 kr., og selskabets ledelse valgte *ikke* at påbegynde et nyt aktietilbagekøbsprogram. Følgende fremgår af A.P. Møller-Mærsk's årsrapport:

“Share buy-back programme

A.P. Møller-Mærsk completed its share buy-back programme in Q1 and acquired own shares at a value of DKK 3.2bn (equal to USD 0.5bn) as part of the DKK 6.7bn programme, equal to approximately USD 1bn.

As part of the share buy-back programme 146,122 A shares and 582,398 B-shares were cancelled in Q2 in accordance with the decision at the Annual General Meeting on 12 April 2016.”¹⁰

10. Jf. A.P. Møller-Mærsk, Annual Report 2016, s. 6.

“Own Shares

*The DKK 6.7bn share buy-back programme initiated on 1 September 2015 was concluded on 15 March 2016. The Board of Directors decided not to initiate a new share buy-back programme in 2016.”*¹¹

“Dividend

*Dividend is A.P. Møller-Mærsk A/S’ primary distribution of capital to its shareholders. A.P. Møller-Mærsk objective is to increase the nominal dividend per share over time; supported by underlying earnings growth.”*¹²

*“The purpose of the share buy-back programme was to adjust the capital structure of the Company.”*¹³

Baseret på årsregnskabet for 2014 foreslog A.P. Møller-Mærsk ledelse et ordinært udbytte pr. aktie på 300 kr. og et ekstraordinært udbytte pr. aktie på 1.671 kr.¹⁴ Baseret på årsregnskabet for 2015 blev der foreslået et (ordinært) udbytte pr. aktie på 300 kr. I 2016 havde A.P. Møller-Mærsk betydelige tab, hvorfor ledelsen reorganiserede selskabet og foreslog at halvere (det ordinære) udbytte til 150 kr. pr. aktie.¹⁵ I løbet af de tre kalenderår (2014-2016) købte A.P. Møller-Mærsk egne aktier for hhv. 3,9 mia. kr., 5,2 mia. kr. og 3,2 mia. kr.¹⁶ Egne aktier, anskaffet via aktietilbagekøbsprogrammerne, blev annulleret.¹⁷ Baseret på årsregnskabet for 2016 valgte A.P. Møller-Mærsk ledelse ikke at iværksætte et nyt aktietilbagekøbsprogram.

A.P. Møller-Mærsk ledelse argumenterede for, at formålet med aktietilbagekøbsprogrammet var at justere selskabets kapitalstruktur.

A.P. Møller-Mærsk ledelse argumenterede for en forskel på at udlodde kapital som udbytte og aktietilbagekøb, og da den skulle vælge, havde

11. Jf. A.P. Møller-Mærsk, Annual Report 2016, s. 34.

12. Jf. A.P. Møller-Mærsk, Annual Report 2016, s. 34.

13. Jf. A.P. Møller-Mærsk, Annual Report 2016, s. 52.

14. Som følge af salg af Danske Bank aktier.

15. For en diskussion af ledelsers modvilje mod at reducere ordinært udbytte henvises til DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2008) afsnit 5.4 samt Brav, Graham, Harvey og Michaely (2005) afsnit 3.

16. Jf. A.P. Møller-Mærsk, Annual Report 2016, s. 34.

17. Egne aktier benyttes også til selskabets aktieoptionsprogram.

udbytte førsteprioritet.¹⁸ A.P. Møller-Mærsk ledelse argumenterede videre for, at det fokuserede på vækst i udbytte pr. aktie snarere end dividend payout ratio.

I løbet af 2015 og 2016 har A.P. Møller-Mærsk udloddet en del kapital til aktionærerne. I 2015 har selskabet udbetalt udbytte på 43,3 mia. kr., og det har foretaget aktietilbagekøb for 5,2 mia. kr., hvorfor det i alt har udloddet kapital til aktionærerne på 48,5 mia. kr. I 2016 har selskabet udbetalt udbytte på 6,5 mia. kr. og foretaget aktietilbagekøb for 3,2 mia. kr., hvorfor det i alt har udloddet kapital til aktionærerne på 9,7 mia. kr.

A.P. Møller-Mærsk har to noterede aktieklasser. Hver 1.000 kr. A-aktie har to stemmerettigheder, mens B-aktierne ikke har stemmerettigheder. Begge aktieklasser har indgået i selskabets aktietilbagekøb.¹⁹

Ultimo 2016 havde tre aktionærer mere end 5 % af kapitalen eller stemmerne: A.P. Møller Holding A/S, Copenhagen, Danmark (41,5 % af kapitalen og 51,2 % af stemmerne), A.P. Møller og Hustru Chastine McKinney Møllers Familiefond, Copenhagen, Danmark (8,8 % af kapitalen og 13,1 % af stemmerne) og Den A.P. Møllerske Støttefond, Copenhagen, Danmark (3,1 % af kapitalen og 6,0 % af stemmerne).

2.3.3 Topdanmark

I 1997 vedtog Topdanmark, at al udlodning skulle ske i form af køb af egne aktier.²⁰

“Det er Topdanmarks politik at udlodde al overflødig kapital til aktionærerne i form af tilbagekøb af Topdanmark-aktier.”²¹

18. For en diskussion af udbytte vs. aktietilbagekøb i relation til amerikanske selskaber henvises fx til DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2008) samt Farre-Mensa, Michaely og Schmalz (2014).

19. Eksistensen af to aktieklasser og en kontrollerende/dominerende aktionærgruppe kan give anledning til interessekonflikter mht. udlovningspolitikken mellem de to aktieklasser, fx som følge af prissætningen eller som følge af restriktioner på muligheden for at deltage i aktietilbagekøb, jf. afsnit 2.8 nedenfor. Jf. også DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2008) afsnit 7 og 11.

20. Jf. Møller og Parum (2000), s. 140.

21. Jf. Topdanmark, Årsrapport 2016, s. 21.