

PHILIP NYHOLM OG TORSTEN LODBERG SMED

# Aflønning med finansielle instrumenter

ØKONOMI OG JURA

 *Copenhagen Business School Press*

HANDELSHØJSKOLENS FORLAG

© Handelshøjskolens Forlag, 2000

1. udgave

Omslag: Kontrapunkt

ISBN 87-16-13502-4

Mangfoldiggørelse af indholdet af denne bog eller dele deraf er i henhold til gældende dansk lov om ophavsret ikke tilladt uden forudgående aftale med Handelshøjskolens Forlag. Dette forbud gælder såvel tekst som illustrationer og omfatter enhver form for mangfoldiggørelse, det være sig ved trykning, fotokopiering, duplikering, båndindspilning, lagring på elektroniske medier mv.

## FORORD

Den stigende interesse og fokus på aflønning med finansielle instrumenter (aktieoptioner, warrants og konvertible obligationer) har medført, at såvel rådgivere som virksomheder og medarbejdere har behov for belysning af de problemstillinger og overvejelser, der er knyttet til udformningen af et finansielt instrument, der anvendes i aflønningsøjemed.

I forbindelse med, at vi skulle udarbejde vores afsluttende hovedopgave på HD, fik vi muligheden for at udarbejde en fremstilling, der inddrager såvel økonomiske som juridiske forhold. Philip Nyholm har efterfølgende foretaget en redigering og tilretning af hovedopgaven med henblik på nærværende udgivelse, idet der dog kun i begrænset omfang er taget hensyn til materiale fremkommet efter hovedopgavens indlevering.

Bogen henvender sig primært til advokater og revisorer, der kan anvende bogen i forbindelse med deres rådgivning om aflønning med finansielle instrumenter. Men vi håber, at også virksomhedernes personaleafdelinger og de medarbejdere, der bliver aflønnet med finansielle instrumenter, vil kunne drage nytte af bogen.

Hovedvægten er i bogen lagt på de områder, der særligt har betydning for udformning og valg af instrument; nemlig økonomisk teori om principal-agent-forhold og optimale incitamentsstrukturer, skattemæssig behandling, selskabsretlig regulering og den regnskabsmæssige håndtering af de enkelte instrumenter. Endelig er der i bogens sidste del foretaget

en retsøkonomisk sammenfatning af de økonomiske og juridiske forhold. I børsnoterede selskaber vil tillige børsretlige forhold kunne spille en rolle for den konkrete udformning af en aflønningsordning, men disse forhold er imidlertid ikke behandlet i bogen. Desuden har reglen i funktionærlovens § 17a formentlig en betydning for, i hvilket omfang et finansielt instrument kan gøres suspensivt betinget. Da retsstillingen imidlertid på dette punkt er usikker, er denne bestemmelse ikke inddraget.

Vi vil gerne takke lektor Henrik Lando fra Institut for Finansiering på Handelshøjskolen i København samt cand.jur. HD (F) Keld Bjerregaard for råd og vejledning samt efterfølgende forslag til forbedringer. Vi takker også advokatsekretær Merete Enggaard for stor bistand i forbindelse med redigering af manuskriptet og advokatfuldmægtig Lars Kragh for udarbejdelse af stikordsregister.

København, december 1999

Philip Nyholm

Torsten Lodberg Smed

## **Indhold**

<b>KAPITTEL 1 AFLØNNING MED FINANSIELLE INSTRUMENTER</b>	<b>9</b>
<b>KAPITTEL 2 KARAKTERISTIKA VED DE FINANSIELLE INSTRUMENTER</b>	<b>11</b>
11 Indledning	11
12 Aktieoptioner	12
13 Black & Scholes formel	14
14 Warrants og konvertible obligationer	16
<b>KAPITTEL 3 SPØRGESKEMAUNDERSØGELSE</b>	<b>19</b>
<b>ØKONOMISK TEORI</b>	<b>23</b>
<b>KAPITTEL 4 ERHVERVSØKONOMISKE FORHOLD</b>	<b>25</b>
11 Indledning	25
12 Principal-agent teorien	26
13 Sikkerhedsækvivalens, omkostningsfaktor og nyttefunktion	30
14 Hvem skal aflønnes med et finansielt instrument?	33
15 Hvilket instrument skal vælges?	38
15.1 Nytegning eller eksisterende aktier	38
15.2 Er det fordelagtigt at anvende en konvertibel obligation?	40
16 Vægtandel af løn	43
17 Fastsættelse af og ændringer i exercisekursen	47

4.7.1	<i>Indledning</i>	47	5.3	Den skattemæssige behandling af aktieoptioner	116
4.7.2	<i>Fast exercisekurs</i>	48	5.3.1	<i>Indledning</i>	116
4.7.2.1	<i>Fastsættelsesmåder</i>	48	5.3.2	<i>Beskatning af medarbejderen</i>	117
4.7.2.2	<i>Fastsættelse af niveauet for exercisekursen</i>	50	5.3.2.1	<i>Medarbejderen omfattet af LL § 28</i>	117
4.7.3	<i>Variabel exercisekurs</i>	54	5.3.2.2	<i>Medarbejderen er ikke omfattet af LL § 28</i>	122
4.7.3.1	<i>Relativ exercisekurs</i>	54	5.3.3	<i>Beskatning af selskabet</i>	123
4.7.3.2	<i>Matematisk argumentation for relativ kursfastsættelse</i>	55	5.3.3.1	<i>Arbejdsgiverselskabet udsteder aktieoptionen</i>	123
4.7.3.3	<i>Anden variabel exercisekurs</i>	62	5.3.3.2	<i>Andet koncernselskab udsteder aktieoptionen</i>	125
4.7.4	<i>Efterfølgende ændringer i exercisekursen</i>	63	5.3.4	<i>Beskatning af de eksisterende aktionærer</i>	126
4.8	Skal medarbejderen betale et vederlag for det finansielle instrument?	66	5.4	Den skattemæssige behandling af konvertible obligationer	127
4.9	Løbetiden	67	5.4.1	<i>Indledning</i>	127
4.10	Skal tildelingen være betinget eller ubetinget?	71	5.4.2	<i>Beskatning af medarbejderen</i>	128
4.11	Engangs- contra successive tildelinger	76	5.4.2.1	<i>Indledning</i>	128
4.12	Medarbejderens ret til at sælge det finansielle instrument m.v.	77	5.4.2.2	<i>Retserhvervelses tidspunktet</i>	129
4.13	Reguleringsmekanismer ved ændringer i kapitalforhold	81	5.4.2.3	<i>Værdiansættelse af konverteringsretten</i>	131
4.14	Hvem skal udstede det finansielle instrument?	83	5.4.2.4	<i>Beskatning af obligationslånet</i>	133
4.15	Transaktionsomkostninger	85	5.4.2.4.1	<i>Indbetaling af obligationslånet</i>	133
4.16	Betydning af om selskabet er noteret eller unoteret	86	5.4.2.4.2	<i>Obligationslånets løbetid</i>	134
			5.4.2.4.3	<i>Indfrielse/afståelse/konvertering af obligationslånet</i>	134
<b>JURA</b>		<b>89</b>	5.4.3	<i>Beskatning af selskabet</i>	136
			5.4.4	<i>Beskatning af de eksisterende aktionærer</i>	137
<b>KAPITEL 5 DEN SKATTEMÆSSIGE REGULERING</b>		<b>91</b>	<b>KAPITEL 6 DEN SELSKABSRETTLIGE REGULERING</b>		<b>139</b>
5.1	Indledning	91	6.1	Indledning	139
5.2	Den skattemæssige behandling af warrants	92	6.2	De generelle regler	140
5.2.1	<i>Indledning</i>	92	6.3	Reglerne om majoritetskravet til vedtagelsesbeslutningen	141
5.2.2	<i>Beskatning af medarbejderen</i>	92	6.3.1	<i>Indledning</i>	141
5.2.2.1	<i>Betingede og ubetingede warrants</i>	93	6.3.2	<i>Vedtægtsændring</i>	142
5.2.2.2	<i>Beskatning af medarbejderen i øvrigt</i>	97	6.3.3	<i>Fravigelse af fortegningsretten</i>	143
5.2.3	<i>Beskatning af selskabet</i>	100	6.3.4	<i>Fastsættelse af exercisekursen m.v.</i>	144
5.2.4	<i>Beskatning af de eksisterende aktionærer</i>	101	6.3.4.1	<i>Favorkurs eller favørvilkår?</i>	144
5.2.5	<i>Værdiansættelse af warrants</i>	103			

6.3.4.2	<i>Relativ kursfastsættelse</i>	149
6.3.4.3	<i>Favørkurs og delegation af kompetencen til bestyrelsen</i>	149
6.3.5	<i>Efterfølgende kursnedsættelser</i>	150
6.4	Warrants	151
6.4.1	<i>Indledning</i>	151
6.4.2	<i>Udstedelse af warrants</i>	152
6.4.2.1	<i>Generalforsamlingsbeslutning</i>	152
6.4.2.2	<i>Bemyndigelse til bestyrelsen</i>	153
6.4.2.3	<i>Bestyrelsens udnyttelse af en bemyndigelse</i>	154
6.4.3	<i>Vilkårene for de udstedte warrants</i>	155
6.5	Konvertible obligationer	157
6.5.1	<i>Generelle forhold</i>	157
6.5.2	<i>Konverteringen</i>	159
6.5.3	<i>Forfaldsklausuler</i>	160
6.5.4	<i>Lånets status</i>	161
6.5.5	<i>Sikkerhedsstillelse</i>	162
6.6	Aktieoptioner	163
<b>KAPITEL 7 DEN REGNSKABSMÆSSIGE REGULERING</b>		<b>165</b>
7.1	Indledning	165
7.2	Regnskabsmæssig behandling af warrants	165
7.2.1	<i>Vederlag for warranten</i>	166
7.2.2	<i>Direkte omkostninger i forbindelse med udstedelsen af warranten</i>	167
7.2.3	<i>Beholdningsperioden</i>	168
7.2.3.1	<i>Angivelse i noterne</i>	168
7.2.4	<i>Tegningsbeløbet ved udnyttelse af warranten</i>	170
7.3	Regnskabsmæssig behandling af aktieoptioner	170
7.3.1	<i>Tildelingstidspunktet</i>	170
7.3.2	<i>Beholdningsperioden</i>	171
7.3.3	<i>Udnyttelsestidspunktet</i>	173
7.4	Regnskabsmæssig behandling af konvertible obligationer	174

11	<i>Tildelingstidspunktet</i>	174
12	<i>Beholdningsperioden</i>	174
13	<i>Udnyttelsestidspunktet</i>	175
<b>REVISØKONOMISK SAMMENFATNING</b>		<b>177</b>
<b>KAPITEL 8 KONKRET UDFORMNING AF EN AFLØNNING MED FINANSIELLE INSTRUMENTER</b>		<b>179</b>
8.1	Indledning	179
8.2	Hvem skal aflønnes	180
8.3	Valg af instrument	181
8.4	Fastsættelse af og ændringer i exercisekursen	189
8.5	Løbetiden	192
8.6	Anvendelsen af et betinget eller ubetinget finansielt instrument	193
8.7	Engangs- contra successive tildelinger	198
8.8	Hvem skal udstede det finansielle instrument?	199
<b>BILAG</b>		<b>203</b>
<b>ANVENDTE FORKORTELSER</b>		<b>209</b>
<b>LITTERATURLISTE</b>		<b>211</b>
<b>REGISTER</b>		<b>221</b>

## Aflønning med finansielle instrumenter

Denne bog handler om valg og udformning af finansielle instrumenter, der anvendes til aflønning af ledere og medarbejdere: aktieoptioner, warrants og konvertible obligationer. Ud over den økonomiske teori om optimale incitamentsstrukturer ligger hovedvægten på den skattemæssige behandling, den selskabsretlige regulering og den regnskabsmæssige håndtering af de enkelte instrumenter.

Bogen henvender sig til advokater, revisorer og andre, der rådgiver om aflønning med finansielle instrumenter. Men også virksomhedernes personaleafdelinger og medarbejdere vil få udbytte af at læse bogen.

Bogen er skrevet af advokaterne Philip Nyholm, HD(F), *Dania Advokater*, og Torsten Lodberg Smed, HD(F), *Kromann Reumert*.

