
Vedlegg

1. Utledning av utbyttebrøken.....	2
2. Eksempler på egenkapitaltransaksjoner med utbyttebrøk	5
2.1 Tilbakeholdelse av overskudd	7
2.2 Emisjon	12
2.3 Erverv av egne grunnfondsbevis	16
2.4 Donasjon til grunnfondet (sparebankens fond)	19
2.5 Tap av egenkapital.....	22

1. Utleddning av utbyttebrøken

Notasjon:

U_t = utbyttebrøk på tidspunktet t

G_t = grunnfondsbeveiseiernes egenkapital på tidspunktet t

I_t = institusjonens samlede egenkapital på tidspunktet t

S_t = den selveide egenkapitalen på tidspunktet t

g_t = markedsverdi per grunnfondsbevis

Fotskrift etter en variabel refererer til variabelens verdi på et tidspunkt, mens variabelen gis toppskrift B dersom det gjelder bokførte verdier, og M dersom det gjelder virkelige verdier.

$G_t^M = \sum g_t^M$ = samlet markedsverdi av grunnfondsbeveiseiernes egenkapital på tidspunktet t

Δ foran et symbol representerer en endring i den etterfølgende variabelen, slik at for eksempel ΔG_t^M = markedsverdien av endring i grunnfondsbeveiseiernes egenkapital mellom tidspunkt t-1 og t. Dette betyr for eksempel at: $G_t^M = G_{t-1}^M + \Delta G_t^M$

R_t^M = markedsverdi av en krone bokført egenkapital på tidspunktet t, slik at for eksempel $R_t^M G_t^B = G_t^M$

t-1 = tidspunktet før endringen i egenkapital

t = tidspunktet etter endringen i egenkapital

G_t^B vil etter gjeldende rett utgjøre summen av grunnfondsbeviskapital, overkursfond og utjevningsfond, mens S_t^B vil utgjøre summen av grunnfond og gavefond.

Utbyttebrøken bygger på en forutsetning om at det er rettigheter til virkelige verdier som skal fordeles. I forslaget til ny § 14b tredje ledd angis at virkelig verdi som hovedregel skal anslås på grunnlag av grunnfondsbevisets omsetningskurs (markedsverdi). I eksemplene som følger legges markedsverdi til grunn som institusjonens virkelige verdi dersom ingenting annet er angitt.

Utledning av grunnfondsbevisbrøken:

Vi skal vise at grunnfondsbevisbrøken, jf. grunnfondsbevisforskriften § 14 (utbyttebrøken i gjeldende regelverk), kan formuleres på følgende måte:

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \text{Grunnfondsbevisbrøk}_{t-1} \frac{I_{t-1}^B}{I_t^B} + \frac{\Delta G_t^B}{I_t^B}$$

Grunnfondsbevisbrøken er her uttrykt som forrige periodes grunnfondsbevisbrøk multiplisert med den relative endringen i sparebankens egenkapital, pluss eventuell nyinnskutt egenkapital som andel av den nye egenkapitalen.

Vi tar utgangspunkt i følgende definisjon av grunnfondsbevisbrøken i gjeldende regelverk:

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \frac{G_t^B}{I_t^B}$$

Grunnfondsbeviserens midler kan analytisk deles opp i egenkapital på tidspunktet t, pluss økningen i egenkapital mellom t-1 og t

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \frac{G_{t-1}^B + \Delta G_t^B}{I_t^B} = \frac{G_{t-1}^B}{I_t^B} + \frac{\Delta G_t^B}{I_t^B}$$

Vi gjør deretter en brøkmanipulasjon ved å multiplisere med institusjonens bokførte egenkapital over og under brøkestreken, hvilket gir oss følgende uttrykk:

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \frac{G_{t-1}^B}{I_t^B} \frac{I_{t-1}^B}{I_{t-1}^B} + \frac{\Delta G_t^B}{I_t^B} = \text{Grunnfondsbevisbrøk}_{t-1} \frac{I_{t-1}^B}{I_t^B} + \frac{\Delta G_t^B}{I_t^B}$$

Hvilket skulle vises.

Utledning av ny utbyttebrøk:

Vi skal nå vise at utbyttebrøken etter forslaget til ny § 14a tredje ledd kan formuleres på følgende måte:

$$U_t = U_{t-1} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M}$$

Det forutsettes at $\Delta G_t^M = \Delta G_t^B$ for alle t, hvilket vil si at den virkelige verdien av endringen i bokført egenkapital på innskuddstidspunktet (tidspunktet for endringen i

egenkapital) forutsettes å tilsvare den bokførte verdien av endringen.

Utbyttebrøken er definert som markedsverdien av grunnfondsbeveiseiernes egenkapital som andel av markedsverdien til institusjonens samlede egenkapital. Dette kan uttrykkes slik:

$$U_t = \frac{G_t^M}{I_t^M}$$

Telleren, som er markedsverdien av grunnfondsbeveiseiernes egenkapital på tidspunktet t, kan analytisk deles opp i markedsverdien av grunnfondsbeveiseiernes egenkapital på tidspunktet t-1, pluss det den eventuelle nyinnskutte egenkapitalen øker markedsverdien med:

$$\text{Utbyttebrøk}_t = \frac{G_{t-1}^M + \Delta G_t^M}{I_t^M} = \frac{G_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M}$$

For å utlede uttrykket for utbyttebrøken ønsker vi nå å manipulere telleren i den første brøken, dvs. markedsverdien av grunnfondsbeveiseiernes egenkapital på tidspunktet t-1. Vi multipliserer over og under brøkestreken med I_{t-1}^B , og bruker definisjonen $I_t^M \equiv G_t^M + S_t^M$ for alle verdier av t, slik at:

$$\frac{G_{t-1}^M}{I_t^M} = \frac{G_{t-1}^M}{I_t^M} \frac{I_{t-1}^B}{I_{t-1}^B} = \frac{I_{t-1}^M - S_{t-1}^M}{I_t^M} \frac{I_{t-1}^B}{I_{t-1}^B}$$

Videre bruker vi definisjonen $I_t^B \equiv G_t^B + S_t^B$ for alle verdier av t, slik at:

$$\frac{G_{t-1}^M}{I_t^M} = \frac{(I_{t-1}^M - S_{t-1}^M)}{I_t^M} \frac{(G_{t-1}^B + S_{t-1}^B)}{I_{t-1}^B}$$

Når vi multipliserer parentesene på høyresiden av likhetstegnet og reorganiserer leddene får vi da dette uttrykket:

$$\frac{G_{t-1}^B}{I_{t-1}^B} \frac{I_t^M}{I_t^M} + \frac{I_t^M S_{t-1}^B - S_{t-1}^M (G_{t-1}^B + S_{t-1}^B)}{I_t^M I_{t-1}^B}$$

Summen av variablene i telleren i uttrykket til høyre blir null¹. Ved å oppskalere de bokførte egenkapitalstørrelsene til markedsverdier (multiplikasjon med R_{t-1}^M både over og under brøkstreken), kan uttrykket til venstre omskrives som følger:

$$\frac{G_{t-1}^B}{I_{t-1}^B} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} = \frac{G_{t-1}^B}{I_{t-1}^B} \frac{R_{t-1}^M}{R_{t-1}^M} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} = \frac{G_{t-1}^M}{I_{t-1}^M} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} = U_{t-1} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M}$$

Dette uttrykket tilsvare utbyttebrøken på tidspunktet t-1, vektet med det relative forholdet mellom institusjonens markedsverdi før og etter endringen. Uttrykket tilsvare det vi finner i formelen for utbyttebrøken på tidspunktet t.

Setter man uttrykket for $\frac{G_{t-1}^M}{I_t^M}$ inn i utbyttebrøkfórmelen får vi:

$$U_t = \frac{G_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M} = U_{t-1} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M},$$

hvilket skulle vises.

2. Eksempler på egenkapitaltransaksjoner med utbyttebrøk²

Utbyttebrøken kan formelt uttrykkes slik:

Utbyttebrøk = $\frac{G}{I}$, hvor G er markedsverdien av grunnfondsbevisene og I er den beregnede markedsverdien til grunnfondsbevisinstitusjonen.

Når grunnfondsbevisbankens egenkapital øker kan man analytisk dele det som skjer med grunnfondsbeviser i to ulike effekter. Den ene er at de opprinnelige grunnfondsbevisenes eierandel reduseres som følge av at egenkapitalen utvides³. Dette reduserer utbyttebrøken. Denne effekten kan

¹ Dette kan vises ved å dele opp egenkapitalens markedsverdi i produktet av bokførte verdi og det relative forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi på egenkapitalen:

$$\frac{I_{t-1}^M S_{t-1}^B - S_{t-1}^M I_{t-1}^B}{I_t^M I_{t-1}^B} = \frac{R_t^M I_{t-1}^B S_{t-1}^B - R_t^M S_{t-1}^B I_{t-1}^B}{I_t^M I_{t-1}^B} = 0$$

² For en liste over notasjon se kapittel 1 i vedlegget.

³ Denne effekten er motsatt ved eksempelvis utbetalinger fra utjevningsfondet til grunnfondsbeviser eller ved institusjonens erverv av egne grunnfondsbevis.

demonstreres ved at man tar utgangspunkt i utbyttebrøken slik den var før endring i egenkapital, og multipliserer med den relative endringen i grunnfondsbevisinstitusjonens markedsverdi som direkte følger av endringen i egenkapital. Den andre virkningen for utbyttebrøken er at den nyinnskutte egenkapitalen til grunnfondsbeviseneierne får en eierandel i grunnfondsbevisinstitusjonen. Dette øker utbyttebrøken. Denne effekten kan demonstreres ved at man beregner den nyinnskutte/tilbakeholdte kapitalen fra grunnfondsbeviseneierne som andel av den beregnede markedsverdien av institusjonen.

Utbyttebrøken beskrevet ovenfor kan uttrykkes slik⁴:

$$U_t = U_{t-1} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M}$$
, hvor I_{t-1}^M er grunnfondsbevisinstitusjonens markedsverdi inntil endringen i egenkapital, og I_t^M er grunnfondsbevisinstitusjonens markedsverdi etter egenkapitalen ble endret. ΔG_t^M er markedsverdien av grunnfondsbeviseneiernes nyinnskutte egenkapital i perioden mellom t-1 og t.

Verdien på grunnfondsbevisinstitusjoner er ikke direkte observerbar i markedet. Å operere med markedsverdier for en grunnfondsbevisinstitusjon slik man gjør i utbyttebrøken krever derfor en antagelse om prisen på den selveide kapitalen. Vi legger her til grunn en forutsetning om at en enhet selveid kapital har samme verdi som en enhet av grunnfondsbeviseneiernes kapital. Grunnfondsbevisinstitusjonens markedsverdi beregnes så ved å ta utgangspunkt i markedsverdien til grunnfondsbeviseneiernes eierandel, som måles til markedsverdien av grunnfondsbevisene, for deretter å skalere opp denne verdien som om også den selveide kapitalens eierandel av grunnfondsbevisinstitusjonen var omsatt på markedet til samme relative pris per enhet egenkapital.

Notasjonen t-1 og t henviser til tidspunktene rett før og rett etter grunnfondsbevisinstitusjonen har fått ny egenkapital. Ved oppdatering av utbyttebrøken ønsker man å den isolerte effekten av endringer i egenkapitalen på sparebankens verdi. Siden intervallet (t-1, t) gjelder perioden for å gjennomføre en gitt endring vil det derfor være snakk om en momentan endring fra en tilstand til den neste, og definatorisk vil intervallet da tilnærmevis være lik null. Det følger at det i intervallet ikke vil oppstå noen renteffekt på variablene, og verdien av variabler på tidspunktet t-1 vil derfor være direkte sammenlignbare med verdier på tidspunktet t.

Beregningsmessig er det enkelt å isolere effekten av egenkapitalendringen på markedsverdien av sparebanken. Dette gjør man ved å multiplisere grunnfondsbevisets kurs (den samme verdien for hvert grunnfondsbevis) med antallet grunnfondsbevis, og deretter legger man simpelthen til det netto

⁴ Hvordan man kommer frem til dette uttrykket for utbyttebrøken er utledet i kapittel 1 i dette vedlegget.

innskutte/tilbakeholdte beløpet til den beregnede markedsverdien av grunnfondsbevisinstitusjonen.

2.1 Tilbakeholdelse av overskudd

Utbyttebrøken er basert på et markedsverdiprinsipp, hvilket innebærer at tilbakeholdt overskudd som reinvesteres i sparebanken i prinsippet ”kjøper” seg inn i sparebanken til markedspris, på lik linje med andre investorer. Hensikten med å innføre et markedsverdiprinsipp er å motvirke verdiutvanning⁵.

Ved bruk av utbyttebrøk får man ved tilbakeholdelse av overskudd, en eierandel i grunnfondsbevisinstitusjonen tilsvarende det tilbakeholdte overskuddets andel av markedsverdien til grunnfondsbevisinstitusjonen⁶.

For tilbakeholdt overskudd er pålydende verdi og markedsverdi ekvivalente. Dette er fordi det tilbakeholdte overskudd ikke representerer noen eierandel i grunnfondsbevisbanken, og derfor ikke har rett til noen andel av verdien som eksisterer i grunnfondsbevisinstitusjonen, utover dets pålydende verdi.

For å illustrere hvordan utbyttebrøken kan fungere i praksis ved tilbakeholdt overskudd, og for å illustrere verdiutvanningen som grunnfondsbevisbrøken medfører, har vi som eksempel sammenlignet endringen i grunnfondsbeviserernes rett til andel av fremtidig overskuddet ved bruk av hhv. grunnfondsbevisbrøk og utbyttebrøk.

Eksempel 1

Tilbakeholdt overskudd i Sparebanken SØVN – gjeldende regelverk og utbyttebrøk

Sparebank S(ør)Ø(st)V(est)N(ord) har en egenkapital på 250. Egenkapitalen består av en bokført grunnfondskapital på kr 100, 75 grunnfondsbevis á pålydende kr 1, og et overkursfond på kr 75⁷.

Dette gir følgende grunnfondsbevisbrøk:

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_i = \frac{75 + 75}{250} = \frac{150}{250} = 0,60$$

⁵ Se kapittel 3.1 i høringsnotatet for nærmere beskrivelse av verdiutvanning.

⁶ Dette er ekvivalent med en emisjon der overkursen fordeles mellom alle eiere vektet etter deres respektive eierandel.

⁷ For enkelthetens skyld har vi satt utjevningfond og gavefond lik null.

Fjorårets egenkapitalavkastning i Sparebanken SØVN var på 20 prosent av bokført verdi. Dette ga en kapitalavkastning på kr 30 til grunnfondsbeveiserne, og kr 20 til den selveide kapitalen. Ved fastsettelse av årsregnskapet antar vi at grunnfondsbeveiserne ønsker at 25 prosent av deres andel av overskuddet skal tilbakeholdes, mens den selveide kapitalen holder hele sitt overskudd igjen. Grunnfondsbeveiserne og den selveide kapitalen reinvesterer dermed et beløp på henholdsvis kr 7,50 og kr 20 i sparebanken. Sparebanken SØVN har etter dette en bokført egenkapital på kr 277,50.

Når man skal beregne ny utbyttebrøk ved tilbakeholdt overskudd⁸ skal man etter forslaget til ny § 14b tredje ledd ta utgangspunkt i grunnfondsbevisenes gjennomsnittskurs over perioden hvor grunnlaget for det tilbakeholdte overskuddet ble opptjent. For grunnfondsbevis i Sparebanken SØVN antar vi at den gjennomsnittlige kursen i løpet av foregående regnskapsår var kr 4. Den samlede markedsverdien på grunnfondsbeveiserens kapital, G_{t-1}^M , finner vi ved å multiplisere antallet grunnfondsbevis med gjennomsnittskursen:

$$G_{t-1}^M = \text{Antall grunnfondsbevis} * \text{markedsverdi per grunnfondsbevis} = 75 * 4 = 300 \text{ kr.}$$

Til bruk for senere utregninger ønsker vi også å beregne sparebankens uobserverte markedsverdi, jf. forslaget til ny § 14b annet ledd. Ettersom vi kjenner den gjeldende fordelingen av overskudd mellom grunnfondsbeveiserne og den selveide kapitalen (grunnfondsbevisbrøken/utbyttebrøken), samt markedsverdien av grunnfondsbevisene, G_{t-1}^M , regnes sparebankens

⁸ Vi gjør her en antagelse om at den eneste endringen i bokført kapital for regnskapsåret skyldes tilbakeholdt overskudd.

⁹ Dette bygger på en forutsetning om at tillagt egenkapital har den samme bokførte verdi som markedsverdi. Det forutsettes at det ikke finnes arbitrasjemuligheter. Med andre ord vil kr 1 i overskudd ha en nåverdi på kr 1 enten den reinvesteres i sparebanken eller tas ut som utbytte.

markedsverdi, I_{t-1}^M , ut slik etter bestemmelsen:

$$I_{t-1}^M = \frac{1}{\text{Grunnfondsbevisbrøk}_{t-1}} G_{t-1}^M = \frac{5}{3} * 300 = 500$$

Sparebankens beregnede markedsverdi er altså kr 500.

Gjeldende regelverk - grunnfondsbevisbrøk

Vi ønsker først å finne utvanningseffekten ved å regne ut hvor mye grunnfondsbevisbrøken forandrer seg som følge av at eiergruppens ulike overskuddsdisponering.

Den nye grunnfondsbevisbrøken, som følge av tilbakeholdt overskudd, finner vi ved å legge til grunnfondsbeveiseiernes tilbakeholdte overskudd i telleren, og det samlede tilbakeholdte overskuddet i nevneren:

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \frac{G_{t-1}^B + \Delta G_t^B}{I_{t-1}^B + \Delta I_t^B}, \text{ hvor } G_{t-1}^B \text{ er grunnfondsbeveiseiernes}$$

bokførte kapital før det ble tilbakeholdt overskudd, ΔG_t^B er bokført verdi av grunnfondsbeveiseiernes tilbakeholdte overskudd, I_{t-1}^B er samlet bokført verdi av sparebankens egenkapital og ΔI_t^B er bokført verdi av all tilbakeholdt egenkapital. Vi kjenner verdien på alle disse størrelsene, og kan dermed beregne den nye verdien på grunnfondsbevisbrøken slik:

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \frac{150 + 7,5}{250 + 27,5} = \frac{157,5}{277,5} = 0,568$$

Gjeldende regelverk medfører altså at grunnfondsbeveiseiernes eierandel utvannes med 3,2 prosent.

Vi vil nå undersøke hvorvidt utvanningseffekten ved bruk av grunnfondsbevisbrøken også medfører at grunnfondsbeveiseierne påføres en verdiutvanning.

Vi vet at markedsverdien på grunnfondsbevisene før vi la til ny egenkapital var kr 300. For å finne grunnfondsbevisenes verdi etter at det ble tillagt ny egenkapital, må vi finne den nye (økte) markedsverdien på sparebanken og vekte den med den nye (reduuerte) grunnfondsbevisbrøken.

Sparebankens nye markedsverdi, I_t^M , som følge av tilbakeholdt overskudd finner vi ved å legge summen av den tilbakeholdte kapitalen fra grunnfondsbeviserne, ΔG_t^M , og den selveide kapitalen, ΔS_t^M til markedsverdien av sparebanken, I_{t-1}^M 9:

$$I_t^M = I_{t-1}^M + \Delta G_t^M + \Delta S_t^M = 500 + 7,5 + 20 = 527,5$$

Sparebankens nye markedsverdi som følge av tillagt egenkapital er dermed kr 527,50.

Den isolerte virkningen for verdien av grunnfondsbevisene som følge av den tillagte kapitalen finner vi ved å ta grunnfondsbeviserens eierandel i sparebankens nye markedsverdi:

$$G_t^M = \text{Grunnfondsbevisbrøk}_t * I_t^M = 0,568 * 527,5 = 299,4$$

Grunnfondsbevisene har altså falt i verdi fra kr 300 til kr 299,60 til tross for at grunnfondsbeviserne har tilbakeholdt kr 7,50 i overskudd. Vi observerer at grunnfondsbeviserens andel etter at de reinvesterte kr 7,50 burde være verd kr 307,50, og det følger at grunnfondsbeviserne har blitt påført en reell verdiutvanning (tap) på kr 8,10.

Utbyttebrøk

Vi ønsker nå å finne utvanningseffekten med utbyttebrøken, og om denne medfører noen tilsvarende verdiutvanning for grunnfondsbeviserne.

For å regne ut utbyttebrøken etter tilbakeholdt avkastning benytter vi

definisjonen av utbyttebrøken som er:

$$U_{t-1} = U_{t-1} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M}, \text{ hvorav } I_{t-1}^M \text{ er markedsverdien til}$$

grunnfondsbevisbanken før det tilføres egenkapital, I_t^M er markedsverdien til grunnfondsbevisbanken som direkte følge av det tilføres ny egenkapital, og ΔG_t^M er markedsverdien av grunnfondsbeviserens tillagte egenkapital.

Det følger av forslaget til ny § 14a annet ledd at utbyttebrøken i på tidspunktet t-1 vil være den samme som grunnfondsbevisbrøken på dette tidspunktet. Som vi så i eksempelet ovenfor øker sparebankens markedsverdi fra kr 500 til kr 527,50 som følge av eiergruppens tilbakeholdte overskudd. Av denne verdiøkningen representerer kr 7,50 overskudd tilbakeholdt av grunnfondsbeviserne. Utbyttebrøken før endringen er 0,6. Vi kan på dette grunnlag regne ut den utbyttebrøken som skal gjelde etter egenkapitaløkningen. Ved å sette nevnte tall inn i utbyttebrøkformelen kan man beregne grunnfondsbeviserens nye eierandel som følger:

$$U_t = 0,6 \frac{500}{527,5} + \frac{7,5}{527,5} = \frac{307,5}{527,5} = 0,583$$

Utbyttebrøken medfører en utvanning på 1,7 prosent poeng. Utvanningseffekten er med andre ord 1,5 prosentpoeng mindre enn den utvanningseffekten som i henhold til eksempelet tidligere gis med grunnfondsbevisbrøken.

Vi vil nå undersøke om også utbyttebrøken medfører en verdiutvanning for grunnfondsbeviserne. Den nye markedsverdien på grunnfondsbeviskapitalen gitt utbyttebrøken vil være:

$$G_t^M = U_t * I_t^M = 0,583 * 527,5 = 307,5 .$$

Dette tilsvarer en økning i verdien av grunnfondsbevisene på kr 7,50, som er nøyaktig samme beløp som grunnfondsbeviserne avsatte til sparebankens

egenkapital. Med andre ord vil dette si at bruk av utbyttebrøken ikke vil påføre grunnfondsbeviserne noen verdiutvanning, og utbyttebrøken vil således være ”verdinøytral” i forhold til eiergruppenes eventuelle ulike overskuddsdisponering.

2.2 Emisjon

Bruk av utbyttebrøken ved emisjon vil være ekvivalent med at eventuell overkurs ved kjøp av nyutstedte grunnfondsbevis fordeles mellom grunnfondsbeviserne og grunnfondet i forhold til deres eierandel i grunnfondsbevisbanken.

Utbyttebrøken består som tidligere beskrevet, av to ledd. Hvordan endringer i utbyttebrøk skal foregå vil i prinsippet være det samme for alle typer egenkapitalendringer, deriblant også emisjoner. Det første leddet forteller oss hvor mye eierandelen til den eksisterende grunnfondsbeviskapitalen skal falle som følge av den nyemitterte egenkapitalen. Det andre leddet representerer grunnfondsbevisernes nyinnskutte egenkapitals andel av sparebankens markedsverdi. Dette leddet forteller oss hvor stor eierandel i sparebanken den emitterte kapitalen beregningsmessig kan sies å ha ervervet. Summen av disse to leddene gir den totale virkningen for grunnfondsbevisernes eierandel i sparebanken.

For å illustrere hvordan utbyttebrøken vil fungere i praksis ved emisjon, og for å illustrere verdiutvanningen med grunnfondsbevisbrøken, har vi laget et enkelt eksempel hvor vi sammenligner endringen i grunnfondsbevisernes rett på andel av fremtidig overskuddet ved bruk av hhv. grunnfondsbevisbrøk og utbyttebrøk.

Eksempel 2: emisjon

Emisjon i Sparebanken SØVN – gjeldende regelverk og utbyttebrøk

Vi tar igjen utgangspunkt i eksempelet med Sparebanken SØVN. Sparebanken starter som i eksempelet ovenfor med en samlet bokført egenkapital på kr 250, bestående av grunnfondskapital på kr 100, 75 grunnfondsbevis á pålydende kr 1 kr, og kr 75 i overkursfondet. Grunnfondsbevisbrøken vil dermed være 60 prosent som før. Vi antar at grunnfondsbevisets kurs er kr 4, og at markedsverdien til grunnfondsbevisene og sparebanken før emisjon er henholdsvis kr 300 og kr 500.

Vi kan anta at sparebanken har et egenkapitalbehov på kr 60. Dekkes dette behovet

vil sparebanken verdi øke med kr 60, til kr 560.

Gjeldende regelverk - grunnfondsbevisbrøken

Vi vil regne ut hvor mye eierforholdet i sparebanken endrer seg ved en emisjon hvor det samlet blir innbetalt kr 60, utregnet etter grunnfondsbevisbrøkmetoden, og hvorvidt dette fører til noen verdiutvanning for den selveide kapitalen.

Den nye grunnfondsbevisbrøken etter emisjon gis ved den nye bokførte egenkapitalen til grunnfondsbeviserne som andel av den samlede nye bokførte

$$\text{egenkapitalen: } \text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \frac{150 + 60}{250 + 60} = \frac{210}{310} = 0,677 .$$

Opprinnelig var grunnfondsbevisbrøken på 0,6. Gitt regelen i grunnfondsbevisforskriften § 14 gir emisjonen på 60 kr dermed en utvanning av den selveide kapitalens eierandel på 7,7 prosentpoeng.

Vi ønsker nå å undersøke om utvanningen av den selveide kapitalen også innebærer en verdiutvanning av den selveide kapitalen, og i tilfelle anslå hvor stort dette verditapet vil være.

Fra utregningen i eksempel 1 vet vi at verdien på sparebanken før endring i egenkapital er kr 500, mens verdien av grunnfondsbeviskapitalen var kr 300. Av dette følger forutsetningsvis at verdien av den selveide kapitalen før emisjon må være kr 200. Den nye markedsverdien på den selveide kapitalen finner vi ved å regne den nye (reduerte) eierandelen til den selveide kapitalen som andel av sparebankens nye (økte) markedsverdi. Dette gir oss verdien av den selveide kapitalen etter emisjon:

$$S_t^M = (1 - \text{Grunnfondsbevisbrøken}_t) * I_t^M = (1 - 0,677) * 560 = 180,6$$

Dette innebærer en verdiutvanning av den selveide kapitalen på kr 19,40.

Intuisjonen bak dette resultatet er at hele overkursen (differansen mellom markedsverdi og pålydende på grunnfondsbeviset) som betales for de nyutstedte grunnfondsbevisene tilfaller grunnfondsbeviserne. Dette betyr med andre ord at grunnfondsbeviserne får hele fortjenesten ved å selge de ny utstedte grunnfondsbevisene, mens den selveide kapitalen ikke får noen kompensasjon for å selge en eierandel i grunnfondsbevisbanken, og dermed taper seg i verdi.

For at grunnfondet ikke skal falle i verdi ved en emisjon må grunnfondsbeviserne og den selveide kapitalen få den andel av overkursen som tilsvarer deres eierandel i grunnfondsbevisbanken.

Utbyttebrøk

Vi ønsker nå tilsvarende som i sted å regne ut hvor mye eierforholdet i sparebanken endrer seg etter regelen i forslaget til ny § 14d i grunnfondsbevisforskriften. Vi forutsetter en utstedelse av 15 grunnfondsbevis, og ønsker også å se på hvorvidt dette vil føre til noen verdiutvanning av den selveide kapitalen.

Ved emisjon er det viktig at mulige erververe av de nye grunnfondsbevisene vet hvilken andel av overskuddet et grunnfondsbevis vil ha rett til, slik at de får mulighet til å forutberegne hva grunnfondsbevisets verdi etter emisjonen¹⁰. Dette tilsier at sparebanken på forhånd må fastsette hvilken utbyttebrøk som skal gjelde etter at emisjonen er gjennomført, jf. forslaget til ny § 14d annet ledd. Dette vil også være enkelt for sparebanken å beregne dersom de vet hvor mange grunnfondsbevis de ønsker å utstede.

Sparebanken har en forventning om hva markedsverdien på grunnfondsbevisene vil

¹⁰ Etter forslaget vil dette ikke gjelde rettede emisjoner. Emisjonsbeløpet fra rettede emisjoner vil inngå i beregningen av regnskapsårets utbyttebrøk på samme måte som andre egenkapitaltransaksjoner, jf. § 14a tredje ledd.

være ved emisjon, og på grunnlag av dette utsteder de 15 nye grunnfondsbevis for å skaffe til veie den kapitalen som trengs. Det finnes allerede 75 grunnfondsbevis i sparebanken, slik at det etter emisjonen samlet vil være 90 grunnfondsbevis som ved siden av den selveide kapitalen har rett til overskuddet i sparebanken.

Utbyttebrøken før emisjonen er 60 prosent. Vi har nå alle verdiene vi trenger, og kan beregne ny utbyttebrøk etter regelen i forslaget til ny § 14d første ledd:

$$U_t = \frac{U_{t-1}(N+M)}{N+U_{t-1}M} = \frac{0,6*(75+15)}{75+0,6*15} = 0,643, \text{ hvorav } N \text{ er antall grunnfondsbevis før}$$

emisjonen og M er antall nyutstedte grunnfondsbevis. Utbyttebrøken gir en utvanning av den selveide kapitalens eierandel på 4,3 prosentpoeng, hvilket er 3,4 prosentpoeng mindre utvanning av dens eierandel enn dersom man hadde lagt grunnfondsbevisbrøken til grunn.

Vi ønsker nå å undersøke om utvanningen av den selveide kapitalen også innebærer en verdiutvanning av den selveide kapitalen, og eventuelt finne et mål på hvor stort dette verditapet er.

Fra utregningen i eksempel 1 vet vi at verdien på sparebanken før endring i egenkapital er 500 kr, mens verdien av grunnfondsbeviskapitalen var kr 300. Av dette følger det at verdien av den selveide kapitalen før emisjon er kr 200.

Departementet forutsetter med det fremsatte forslaget at markedet vil være nærmest til å prise grunnfondsbevisene som legges ut. Siden den virkelige verdien av et grunnfondsbevis etter eksempelet er kr 4, antar vi at de nyutstedte grunnfondsbevisene ble solgt til kr 4 per stykk. Dette betyr at emisjonen av de 15 grunnfondsbevisene gir kr 60 i ny egenkapital.

¹¹ Det er verdt å merke seg her, at ved beregning av markedsverdien til sparebanken før emisjonen skal man legge emisjonskursen på de nyutstedte grunnfondsbevisene til grunn.

Markedsverdien på den selveide kapitalen etter emisjon, S_t^M , finner vi ved å regne den nye (reduerte) eierandelen til den selveide kapitalen som andel av sparebankens nye (økte) markedsverdi, I_t^M . Den nye markedsverdien på sparebanken finner vi ved å legge til emisjonskapitalen, som er 60 kr, til sparebankens beregnede markedsverdi før emisjonen¹¹, som er 500 kr. Vi kan da regne ut verdien av den selveide kapitalen etter emisjon slik:

$$S_t^M = (1 - U_t) * I_t^M = (1 - 0,643) * 560 = 200$$

Den selveide kapitalens markedsverdi er derfor uforandret lik 200 kr, hvilket betyr at det ikke skjer noen verdiutvanning ved emisjon når man legger utbyttebrøken til grunn for beregningen av den tilførte kapitalens overskuddsrettigheter.

2.3 Erverv av egne grunnfondsbevis

Utbyttebrøken skal som hovedregel benyttes ved alle egenkapitaltransaksjoner. Etter grunnfondsbevisforskriften § 13 kan en institusjon erverve egne grunnfondsbevis på annen måte enn ved tegning dersom den samlede pålydende verdi av egne grunnfondsbevis etter ervervet ikke overstiger 10 prosent av grunnfondsbeviskapitalen. Dersom grunnfondsbevisbanken ønsker å erverve egne grunnfondsbevis skal beløpet som brukes til å kjøpe egne grunnfondsbevis føres opp i utbyttebrøken som en negativ endring i markedsverdien av grunnfondsbeviserens egenkapital (telleren i andre ledd i utbyttebrøken).

Utbytte er per definisjon "enhver utdeling som kommer aksjonærene... til gode". Det vil derfor ikke bli utdelt utbytte på sparebankens egne grunnfondsbevis. Økonomisk vil erverv av egne grunnfondsbevis være ekvivalent med en kapitalnedsettelse ved innløsning av grunnfondsbevis. I utbyttebrøken vil derfor erverv av egne grunnfondsbevis økonomisk tilsvare en "reversert" emisjon mot grunnfondsbeviserene. Eksempel 3 illustrerer utregningen av ny utbyttebrøk ved en sparebanks erverv av egne grunnfondsbevis.

Eksempel 3:

Sparebanken FINs erverv av egne grunnfondsbevis

Sparebanken FIN har 200 grunnfondsbevis. Utbyttebrøken er $\frac{3}{4}$.

La oss anta at Sparebanken er overkapitalisert og ønsker å erverve 10 prosent av sine egne grunnfondsbevis som et tiltak for å redusere egenkapitalen. Vi ønsker å regne ut hvordan dette vil påvirke utbyttebrøken¹². Deretter ønsker vi å se om verdien til grunnfondet og de resterende grunnfondsbevisene har endret seg som følge av ervervet.

Kjøp av 10 prosent av grunnfondsbevisene tilsvarer 20 grunnfondsbevis. La oss anta at sparebanken kjøper egen grunnfondsbevis på markedet til en pris på 2 kr per stykk. Dette utgjør da et samlet beløp på 40 kr som går ut av sparebanken.

For å finne utbyttebrøken som følge av ervervet må vi først regne ut markedsverdien til sparebanken før og etter reduksjonen i egenkapital. Ved beregning av sparebankens verdi før ervervet skal gjennomsnittskursen for egne grunnfondsbevis gjennom regnskapsåret legges til grunn. For å isolere effekten av egenkapitalendringen skal det forutsettes at når egenkapitalen til grunnfondsbevisbanken reduseres med 40 kr, reduseres markedsverdien til sparebanken tilsvarende¹³.

Markedsverdien på sparebanken før kjøp av egne grunnfondsbevis, I_{t-1}^M , finner vi ved å bruke den gjennomsnittlige markedsverdien av grunnfondsbevisene gjennom regnskapsåret, G_{t-1}^M , og ekstrapolere denne verdien slik at den også dekker den selveide kapitalen (dvs. multiplisere markedsverdien av grunnfondsbevisene med den

¹² For forenklingens skyld antar vi at erverv av egne grunnfondsbevis er den eneste egenkapitalendringen det regnskapsåret.

¹³ Ettersom sparebanken er overkapitalisert, vil ervervet av egne grunnfondsbevis mest sannsynlig øke verdien på grunnfondsbevisbanken. Dersom ervervet er kjent i markedet på forhånd vil imidlertid forventet økt avkastning som følge av egenkapitalreduksjonen allerede være inkorporert i verdien på banken. Gjennomføring av ervervet vil dermed ikke ha noen indirekte verdieffekt.

inverterte utbyttebrøken):

$$I_{t-1}^M = G_{t-1}^M \frac{1}{U_{t-1}} = 400 * \frac{4}{3} = \frac{1600}{3} = 533,33$$

Markedsverdien på sparebanken etter ervervet av egne grunnfondsbevis, I_t^M , finner vi ved å ta utgangspunkt i markedsverdien av sparebanken beregnet etter gjennomsnittskursen for regnskapsåret, I_{t-1}^M , for deretter å trekke fra markedsverdien av de grunnfondsbevisene som ble ervervet av sparebanken, ΔG_t^M :

$$I_t^M = I_{t-1}^M + \Delta G_t^M = \frac{1600}{3} - 40 = \frac{1480}{3} = 493,33$$

Den beregnede markedsverdien av sparebanken etter ervervet er altså kr 493,33, hvilket som forventet er 40 kroner mindre enn før ervervet¹⁴.

På dette grunnlag kan vi regne ut den nye verdien på utbyttebrøken slik:

$$U_t = U_{t-1} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M} = \frac{3}{4} * \frac{533,3}{493,3} - \frac{40}{493,3} = 0,73$$

Selv om verdien av grunnfondsbeviserens kapital har blitt redusert med ti prosent, ser vi at utbyttebrøken kun har blitt redusert med to prosent. Dette er fordi den totale egenkapitalen også har blitt redusert, slik at grunnfondsbeviserens eierandel ikke blir redusert forholdsmessig med reduksjonen i sparebankens verdi.

Vi ønsker å nå å vise at selve egenkapitaltransaksjonen ved bruk av utbyttebrøken ikke medfører noen verdiutvanningseffekt for den selveide kapitalen og de resterende grunnfondsbevisene.

Vi legger til grunn at verdien på sparebanken og grunnfondsbevisene før reduksjonen i

¹⁴ Det eneste som har skjedd fra t-1 til t er at egenkapitalen i sparebanken har blitt redusert. Dette har ingen indirekte verdsettningseffekter.

¹⁵ Her legges kursen som grunnfondsbevisene ble kjøpt for av sparebanken til grunn.

egenkapital var på henholdsvis kr 533,33 og kr 400¹⁵. Markedsverdien på grunnfondet før ervervet var derfor kr 133,33.

Den nye markedsverdien på den selveide kapitalen, S_t^M finner vi ved å ta dens nye eierandel i sparebanken og multiplisere med den nye verdien av sparebanken, I_t^M :

$$S_t^M = (1 - U_t) * I_t^M = (1 - 0,73) * 493,33 = 133,33$$

Den selveide kapitalen har samme verdi som før ervervet, hvilket betyr at den selveide kapitalen ikke har blitt påført noen verdiutvanning.

Tilsvarende undersøker vi om det har vært verdiendringer på grunnfondsbeviskapitalen for de 90 prosent av grunnfondsbevisene som ikke ble ervervet av sparebanken. Verdien av 90 prosent av grunnfondsbevisene var

tidligere $\frac{9}{10}$ av 400 kr, hvilket utgjør 360 kr.

Den nye verdien av grunnfondsbevisene som ikke eies av grunnfondsbevisbanken finner vi ved å trekke fra beløpet som grunnfondsbevisene ble kjøpt for fra verdien før ervervet. Dette tilsvarer

$$G_t^M = U_t * I_t^M = 0,73 * 493,33 = 360, \text{ hvilket vil si at verdien av}$$

grunnfondsbevisene som ikke er blitt kjøpt av sparebanken er uendret. Dette vil si at vi ikke har hatt noen verdiutvanning av grunnfondsbevisene.

2.4 Donasjon til grunnfondet (sparebankens fond)

Etter hva departementet er kjent med har donasjon til grunnfondet fra lokale velgjørere ikke vært praktisert i nyere tid. Dersom imidlertid en kommune skulle donere egenkapital til sin lokale sparebank, ville dette, gitt grunnfondsbevisbrøken, påføre grunnfondsbevisene en verdiutvanning. Dette ville kunne skje fordi de donerte pengene får en eierandel i sparebanken som er mer verdt enn det donasjon øker verdien på sparebanken med.

Med utbyttebrøken vil donasjon av egenkapital til sparebanken ikke føre til en verdiforringelse av grunnfondsbevisene. Eksempel 4 gir en enkel

illustrasjon på hvordan grunnfondsbevisbrøken og utbyttebrøken justerer seg ved donasjon av egenkapital til sparebanken.

Eksempel 4

Donasjon til Sparebanken SØVN – gjeldende regelverk og utbyttebrøk

Vi tar igjen utgangspunkt i Sparebanken SØVN. Denne gangen ønsker Gavmild Kommune å gi 40 kr i egenkapital til sparebanken. Den donerte egenkapitalen har en markedsverdi på kr 40. Fra eksempel 1 og 2 vet vi at markedsverdien til Sparebanken SØVN før den fikk donert egenkapital, I_{t-1}^M , var kr 500.

Legger man til den nye egenkapitalen, ΔI_t^M , blir den nye markedsverdien til sparebanken:

$$I_t^M = I_{t-1}^M + \Delta I_t^M = 500 + 40 = 540$$

Den nye markedsverdien som følge av donasjonen vil være kr 540.

Gjeldende Regelverk - grunnfondsbevisbrøken

Med grunnfondsbevisbrøken tillegges donert egenkapital direkte til grunnfondet. I vårt eksempel øker dermed den bokførte verdien av den selveide kapitalen til kr 140, mens grunnfondsbevisbrøken forblir uforandret.

Vi finner hvilken utvanning av grunnfondsbevisbrøken en slik egenkapitaldonasjon medfører ved å regne ut den nye (reduerte) grunnfondsbevisbrøken:

$$\text{Grunnfondsbevisbrøk}_t = \frac{G_t^B}{I_t^B} = \frac{G_{t-1}^B}{I_{t-1}^B + \Delta I_t^B} = \frac{150}{250 + 40} = 0,517$$

Fra tidligere husker vi at grunnfondsbevisbrøken i Sparebanken SØVN før donasjonen var 60 prosent. Grunnfondsbevisbrøken gir dermed en utvanning av grunnfondsbevisbrøken på 8,3 prosent.

For å se hvor stor verdiutvanning dette vil medføre, må vi se i hvilken grad dette vil gi et fall i markedsverdien på grunnfondsbevisene. Fra eksempel 1 og 2, samt beregningene ovenfor, vet vi markedsverdien av sparebanken både før og etter donasjonen av egenkapital (hhv. $I_{t-1}^M = 500$ og $I_t^M = 540$). Vi vet også hvilken rett grunnfondsbeviserne har til overskudd før og etter donasjonen (hhv. 60 prosent og ca. 52 prosent). Vi kan på dette grunnlag regne ut differansen av verdien av grunnfondsbevisene før og etter donasjonen, ΔG_t^M , på følgende måte:

$$\Delta G_t^M = \text{Grunnfondsbevisbrøk}_t * I_t^M - \text{Grunnfondsbevisbrøk}_{t-1} * I_{t-1}^M$$

$$\Delta G_t^M = 0,517 * 540 - 0,6 * 500 = -\frac{3000}{145} = -20,7$$

En donasjon til grunnfondet medfører en verdiutvanning av grunnfondsbeviserne på kr 20,70. Grunnfondsbevisenes verdi reduseres fordi deres eierandel i sparebanken blir relativt mer redusert enn verdiøkningen til sparebanken skulle tilsi.

Utbyttebrøk

I ny utbyttebrøk vektes den nyinnskutte egenkapitalen med sparebankens markedsverdi. Siden vi kjenner utbyttebrøken fra forrige periode, markedsverdien til sparebanken før donasjon, og markedsverdien til den nyinnskutte egenkapitalen, gjenstår det bare å sette inn verdiene inn i uttrykket for utbyttebrøken:

$$U_t = U_{t-1} \frac{I_{t-1}^M}{I_t^M} + \frac{\Delta G_t^M}{I_t^M} = \frac{3}{5} * \frac{500}{540} = \frac{5}{9} = 0,556$$

Det andre leddet i utbyttebrøken er lik null ettersom grunnfondsbeviserens kapital er uendret. Den donerte egenkapital gir en utvanning av grunnfondsbeviserne på 4,4 prosentpoeng med utbyttebrøken. Dette er 3,9 prosentpoeng mindre enn med grunnfondsbevisbrøken.

Ved å gjøre en tilsvarende regneøvelse som ovenfor finner vi at markedsverdien til grunnfondsbevisene forblir uendret:

$$\Delta G_t^M = 0,556 * 540 - 0,6 * 500 = 300 - 300 = 0.$$

Hvilket betyr at utbyttebrøken ikke gir noen verdiutvanning.

2.5 Tap av egenkapital

Grunnfondsbevisbrøken er basert på bokførte størrelser i sparebankens regnskap. Prioritetsrekkefølgen mellom egenkapitalklasser (fond) ved en underskuddssituasjon vil derfor etter gjeldende rett påvirke grunnfondsbeviserens eierandel i sparebanken, jf. grunnfondsbevisforskriften § 28. For eksempel har grunnfondsbeviskapitalen høyere prioritet enn grunnfondet. Dersom ikke sparebanken må avvikles vil derfor grunnfondsbevisbrøken, jf. grunnfondsbevisforskriften § 14, øke ved tap som skal føres mot egenkapitalen.

Utbyttebrøken er basert på markedsverdier. Siden det er utbyttebrøken som angir hvordan overskuddet i grunnfondsbevisinstitusjonen skal fordeles, vil det ikke være en bestemt eiergruppe som kan sies å ha eierskap til et bestemt fond, i form av krav på dets utbytte slik som i dag. Ved tap skal utbyttebrøken forbli uforandret. Dette innebærer at endringer i egenkapitalen som skyldes tap ikke skal medregnes når man regner nettoendringer i egenkapital gjennom regnskapsåret, jf. § 14a tredje ledd. Tapet ved en underskuddssituasjon vil således bli fordelt på eiergruppene vektet med deres respektive eierandel i sparebanken.