

Udlodningspolitik og finansielle målsætninger i store danske børsnoterede selskaber

Udlodningspolitik i børsnoterede aktieselskaber er et omdiskuteret emne både i finansieringsteori og i praksis. Årsrapporter fra danske børsnoterede selskaber giver ikke god indsigt i bestyrelsernes overvejelser, og logikken bag de udmeldte politikker er ofte svær at følge. Man kan møde inkonsistente finansielle målsætninger, og man kan møde finansielle målsætninger, der synes at stride mod økonomisk teori.

I artiklen ses på den logiske sammenhæng mellem forskellige langsigtede økonomiske beslutninger i børsnoterede aktieselskaber, og spørgsmålet om relevansen af en finansiell målsætning for udbyttepolitik og afkast af den investerede kapital (ROCE og ROIC) diskuteres.

Artiklen er beslutningsorienteret. Den indeholder en kritisk analyse af beskrivelsen af udlodningspolitikken i store danske børsnoterede selskabers årsrapporter og herudfra gives en række anbefalinger til danske børsnoterede selskaber mht. udlodningspolitik.

AF FORFATTERE



Professor, lic.polit. **Michael Møller**
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: mm.fi@cbs.dk

Michael Møller beskæftiger sig specielt med danske økonomiske og finansielle problemstillinger.



Lektor, cand.polit., ph.d. **Claus Parum**
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: cp.fi@cbs.dk

Claus Parum er lektor i Corporate Finance ved Institut for Finansiering på Copenhagen Business School.

Note: Tak til Ken L. Bechmann for hjælpsomme kommentarer.

Artiklens formål og budskaber

Formålet med denne artikel er dobbelt: Den skal hjælpe årsrapportlæsere med at forstå årsrapporter, og den skal hjælpe forfattere af årsrapporter med at skrive mere klart.

Warren Buffett har i et brev til aktionærerne vedhæftet Berkshire Hathaways årsrapport for 1984 skrevet:

“Dividend Policy is often reported to shareholders, but seldom explained. A company will say something like, ‘Our goal is to pay out 40% to 50% of earnings and to increase dividends at a rate at least equal to the rise in the CPI.’ And that’s it – no analysis will be supplied as to why that particular policy is the best for the owners of the business.”

Ovenstående udsagn gælder efter vores mening stadig i betydeligt omfang. Vi argumenterer i denne artikel for følgende synspunkter:

- Selskaber bør begrunde deres udlodningspolitik (udbytte- og/eller tilbagekøbspolitik).
- Selskaber bør tilkendegive, at realinvesterings- og kapitalstrukturbeslutningen træffes først, mens nettoudlodning bestemmes residualt.
- Den overvejende del af alle aktionærer i danske børsnoterede selskaber vil skattemæssigt enten foretrække aktieopkøb frem for udbytter, eller være indifferente. Det taler alt andet

lige for, at selskaber udlodder gennem tilbagekøb af egne aktier frem for udbytte. Visse aktionærer kan dog af vedtægtsmæssige eller lovgivningsmæssige årsager foretrække udbytter.

- Angivelse af målsætning mht. gennemsnitligt afkast af investeret kapital (ROCE eller ROIC) er problematisk, fordi en sådan målsætning kan komme i konflikt med målsætningen om at maksimere aktionærernes formue.

Årsregnskabslæserens problem

De børsnoterede selskabers årsregnskaber er vokset i omfang i vores levetid. Det har ikke altid medført, at læseren bliver bedre informeret. Børsen-journalisten Niels Lunde ironiserede på bagsiden af Børsen 3. september 2018 ikke uden grund over, at et børsnoteret selskab brugte 500 ord i årsrapporten på at forklare, at fremtiden er usikker. De mange ord gør ikke nødvendigvis læseren klogere. Man skal dog huske, at lovgivning og risiko for sagsanlæg fra utilfredse aktionærer kan være et argument for lange tekster.

En læser vil ofte efter læsning af en årsrapport for et dansk børsnoteret selskab stå tilbage med adskillige ubesvarede eller i hvert fald uklart besvarede spørgsmål:

- Bestemmes nettoudlodning (dvs. udbytte + aktietilbagekøb – nytegning af aktier) *residualt*, således at selskabet først træffer beslutning om, hvilke investeringer der skal gennemføres og om kapitalstrukturen, hvorpå eventuel overskydende kapital udloddes, og der hentes kapital, hvis der mangler kapital i forhold til den ønskede kapitalstruktur? Hvis ikke, hvordan fastlægges nettoudlodningen, og er det så fortrinsvis på det ønskede investeringsniveau eller den ønskede kapitalstruktur, den nødvendige tilpasning sker?
- Hvad er begrundelserne for selskabets valg af udlodningsform (udbytte, opkøb af egne aktier eller kombination)?
- Når nogle selskaber har et mål for afkast af den investerede kapital (i form af fx ROCE eller ROIC), betyder det så, at selskabet i visse situationer vil undlade værdiskabende investeringer for at nå dette mål, eller er det mere ment som information til regnskabslæserne om forventningerne?

Den loyale bestyrelses problem

En loyal bestyrelse varetager aktionærernes interesser. Det vil

ifølge standard finansiel teori sige, at bestyrelsen skal vælge den investeringspolitik, den kapitalstrukturpolitik og den udlodningspolitik, der maksimerer markedsværdien af aktionærernes formue. Vi fokuserer i denne artikel specielt på udlodningsspørgsmålet, men inddrager også de øvrige politikker.

Indledningsvis bør nævnes, at målsætningen om at maksimere markedsværdien af aktionærernes formue åbner mulighed for fortolkning. Der kan f.eks. være situationer, hvor aktionærerne beskattes forskelligt, og hvor en majoritetsaktionær har forskellige interesser fra mindretsaktionærerne. Hvis den samlede formue maksimeres ved en udlodningspolitik, der er til stor gavn for mindretsaktionærerne, men som skader majoritetsaktionæren, vil mange nok mene, at det er i orden for bestyrelsen at vælge den politik, der varetager majoritetsaktionærens interesser. Vi vil dog ikke gå ind i denne diskussion.

En bestyrelse bør som nævnt vælge den udlodningspolitik, der er bedst for aktionærerne. Udlodningspolitik omfatter spørgsmålene om blandt andet:

- Hvor meget skal udloddes?
- Hvordan skal pengene udloddes (aktietilbagekøb eller udbytter)?
- Skal der ske udstedelse af aktier samtidig med udbetaling af udbytte?
- Bør bestyrelsen i årsrapporter og meddelelser lægge sig fast på den fremtidige udlodningspolitik, f.eks. i form af en politik gående ud på altid at udbetale en vis procentdel af årets overskud i form af udbytte?

I Danmark er det bestyrelsen, der foreslår udlodnings- og udbyttepolitikken, som så skal godkendes af aktionærerne på en generalforsamling. Der er dog den forskel, at for så vidt angår udbytte, vedtages det på generalforsamlingen og eksekveres så som hovedregel umiddelbart herefter, mens udlodning gennem opkøb typisk sker ved bemyndigelser, der giver bestyrelserne mere frie hænder mht. beløb og timing. Selskaberne risikerer dog mistanke for insider trading, hvis de ikke følger visse EU "safe harbour"-regler om, hvordan aktietilbagekøb bør foretages, og hvilke meddelelser de giver fondsbørsen om deres planlagte og foretagne aktietilbagekøb, men det er et mere teknisk spørgsmål.

Tre fora for udlodningspolitik

Man kan overordnet identificere tre forskellige kilder til debatten om den optimale udlodningspolitik i danske børsnoterede selskaber:

- Børsnoterede selskabers årsrapporters oplysninger om de enkelte selskabers udlodningspolitik og begrundelsen for den førte politik.
- Internationale videnskabelige artikler om udlodningspolitik, både teoretiske og empiriske.
- Økonomisk debat i dansksprogede medier (bortset fra egentlige fagtidsskrifter).

Vi vil se på de to førstnævnte kilder senere i artiklen, selvfølgelig kun i meget oversigtsmæssig form. Men før det vil vi kort diskutere spørgsmålet om afhængighed mellem valg af kapitalstruktur, valg af investeringsniveau og valg af udlodningspolitik og udlodningsformer i et selskab.

Hvor mange valg – og i hvilken rækkefølge?

Et pædagogisk fif blandt økonomer er at spørge studerende, hvilke faktorer der bestemmer, hvor meget de sparer op, og hvilke faktorer der bestemmer, hvor meget de forbruger.

Pointen er, at indkomsten definitions-mæssigt enten bliver forbrugt eller sparet op, så de to spørgsmål er i virkeligheden kun ét spørgsmål. De faktorer, der bestemmer forbruget, er nøjagtigt de samme som dem, der bestemmer opsparingen. Man kan ikke fastlægge forbrug og opsparing uafhængigt af hinanden.

Bemærk, at i nogle situationer giver det god mening at sige, hvad der bestemmes først, og hvad der bestemmes residualt. En velstående person kan have et forbrug bestemt af vaner, så han altid bruger det samme hvert år. I så tilfælde giver det mening at sige, at han først vælger forbruget, og opsparingen bestemmes så residualt.

I aktieselskaber er problemstillingen mere kompliceret. Selskaber skal lægge sig fast på ikke færre end fem variable, men de kan ikke alle fastlægges uafhængigt af hinanden. Selskaber skal vælge:

1. Realinvesteringspolitik
2. Kapitalstrukturpolitik
3. Udbyttepolitik
4. Aktietilbagekøbspolitik
5. Aktieemissionspolitik

Selskaber kan vælge at bestemme disse fem politikker samtidigt. De kan også vælge at bestemme nogle politikker før andre. Vi vil anbefale, at selskabets ledelse i årsberetningen tilkendegiver, i hvilken rækkefølge den træffer de fem beslutninger.

3. og 4. kan samlet kaldes bruttoudlodningspolitik. 3., 4. og 5. kan samlet kaldes nettoudlodningspolitik. Heraf følger også, at realinvesteringspolitik, kapitalstrukturpolitik og nettoudlodningspolitik ikke kan bestemmes uafhængigt af hinanden. Der er reelt tale om to beslutninger, der fastlægger tre politikker.

Den vigtigste beslutning er realinvesteringsbeslutningen. Det er centralt, at selskaber iværksætter alle rentable realinvesteringer, og vi vil derfor argumentere for, at den bør træffes først.

Det er vores opfattelse, at den næstvigtigste beslutning er kapitalstrukturbeslutningen, og den herefter bør træffes. Nogle vil måske indskyde, at rent teknisk skal kapitalstrukturbeslutningen træffes først, for ellers har man ikke den WACC, man skal benytte for at beregne NPV af betalingsstrømmene.

Fra det ovenstående følger, at vi argumenterer for, at nettoudlodningen bør bestemmes residualt. Det er derfor også vores opfattelse, at selskaber ikke bør have selvstændige målsætninger eller politikker for den fremtidige nettoudlodning. Den samlede nettoudlodning (som kan være både positiv og negativ) er fastlagt, når man har truffet beslutning om investeringsniveau og kapitalstruktur. Er den eksisterende egenkapital for lille til at sikre den ønskede kapitalstruktur, når alle investeringer med positiv NPV foretages, må virksomheden nytænde egenkapital. Er egenkapitalen for stor, må virksomheden netto udlodde kapital for at nedbringe egenkapitalen til det ønskede niveau.

Man kan argumentere for, at et forsigtighedsmotiv tilsiger, at selskabet ikke udlodder al overskudslikviditet, men 'gemmer' noget kapital til ekstraordinære positive/negative hændelser.

Selskabets ledelse har nu bestemt, 'hvor meget' kapital der skal udloddes.

Herefter mangler ledelsen at bestemme, om kapitalen skal udloddes i form af udbytte eller tilbagekøb af egne aktier. Selskabets ledelse bør forklare, hvilke argumenter den lægger til grund for valg af udbytte og/eller aktietilbagekøb.

”Prudent man”-regulering, hvor beslutningstagere lettere risikerer kritik, hvis de på vegne af andre investorer i selskaber, der ikke udbetaler udbytte fremfor i selskaber, der udbetaler udbytte, kan begrunde, at selskaber har en vis minimumsudbyttebetaling.

Der kan være aktionærer, der pga. lovgivning foretrækker udbytte. En erhvervsdrivende fond kan have vedtægter, som forbyder salg af aktier. I så tilfælde kan fonden typisk kun opfylde sit formål, hvis selskabet, som fonden har aktier i, udbetaler udbytte. Hensynet til en sådan aktionær vil så være den begrundelse, som selskabet kan angive i årsrapporten for at udbetale udbytte.

Ledelsen kan argumentere for, at den foretrækker aktietilbagekøb, fordi det opfattes som mere fleksibelt end udbytte.

Skat kan medføre en forskel på aktietilbagekøb og udbyttebetaling som udlodningsmetode. For danske børsnoterede selskaber er der typisk en **svag** fordel for aktionærerne som gruppe ved aktietilbagekøb i stedet for udbytte. Det er der to grunde til. Den ene er, at danske fysiske personer, der ejer aktier via frie midler, typisk beskattes efter realisationsprincippet. Aktietilbagekøb i stedet for udbytte giver disse aktionærer mulighed for at udskyde skat på deres aktieindkomst. Bemærk at selv med en rente på 0 vil mange aktionærer have lån med en rentemarginal og dermed have en fordel ved et rentefrit lån fra skattevæsenet. Den anden grund er, at nogle udenlandske aktionærer kommer til at betale højere skat på grund af ikke-refunderbare withholdingskatter, når selskaberne udbetaler udbytte, end når selskaberne tilbagekøber egne aktier. Mange aktionærer, herunder danske pensionskasser, er indifferente mht., om danske børsnoterede selskaber udbetaler udbytte eller opkøber egne aktier. Dvs. en stor del af aktionærerne er indifferente, mens andre foretrækker aktietilbagekøb frem for udbytte. Det taler alt andet lige for aktietilbagekøb frem for udbytte.

Danske børsnoterede selskabers udlodninger fra 2008 og frem

Figur 1 viser udbytter, aktietilbagekøb og samlede udlodninger til aktionærerne (udbytter plus aktietilbagekøb) i danske børsnoterede aktieselskaber fra starten af 2008 til og med juli 2018.

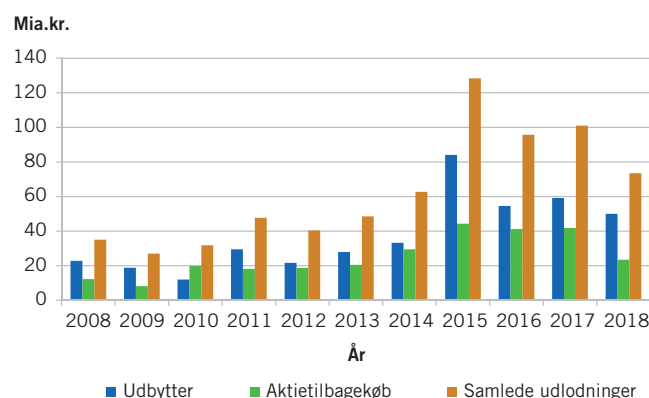
I løbet af de seneste godt 10½ år har danske børsnoterede selskaber udloddet næsten 700 mia. kr. til deres aktionærer, hvoraf 60 % er sket i form af udbytter og 40 % er sket i form af tilbagekøb af egne aktier. Vi har ikke tal for det, men for 30-40 år siden var tilbagekøb praktisk talt 0.

Danmarks Nationalbanks data for danske børsnoterede aktieselskabers udbytter omfatter såvel ordinære udbytter som ekstraordinære udbytter.

Danske børsnoterede selskabers aktietilbagekøb opgøres af Danmarks Nationalbank som selskabernes løbende opkøb af egne aktier registreret på månedsbasis. Danmarks Nationalbank oplyser, at der er to former for skævhed i data.

I den måned et dansk børsnoteret selskab annullerer egne aktier, registreres selskabets køb af egne aktier som udgangspunkt ikke af Danmarks Nationalbank (fordi Danmarks Nationalbanks data er ’nettotal’ for transaktioner). Antag at et dansk

FIGUR 1: Danske børsnoterede aktieselskabers udbytter, aktietilbagekøb og samlede udlodninger fra primo 2008 til og med juli 2018



Kilde: Danmarks Nationalbank

børsnoteret aktieselskab i et år tilbagekøber egne aktier for 1 mia. kr. hver måned og annullerer egne aktier i december måned. I virkeligheden tilbagekøber (og udlodder) dette selskab 12 mia. kr. i det pågældende år, men i Danmarks Nationalbanks data for danske børsnoterede selskabers aktietilbagekøb vil der i pågældende år alene blive registreret aktietilbagekøb for dette selskab for 11 mia. kr. Dette betyder, at værdien af sande aktietilbagekøb, og dermed den sande udlodning af kapital til aktionærerne, alt andet lige er *undervurderet* af Danmarks Nationalbank. For at mindske fejls størrelse foretager Danmarks Nationalbank en korrektion for de største selskaber (Novo, A.P. Møller-Mærsk, Danske Bank og Pandora).

Hvis danske børsnoterede selskaber opkøber egne aktier og undlader at annullere dem, men i stedet for efterfølgende benytter dem som medarbejderaktier eller ledelsesmæssig aflønning, opstår der også visse datamæssige problemer. Det er dog vores opfattelse, at udbyttetallene og aktietilbagekøbsdata fra Danmarks Nationalbank generelt er af høj kvalitet.

Hvad skrives om udlodningspolitik i årsrapporterne i C25-selskaber?

Årsrapporter fra børsnoterede danske selskaber indeholder efter vores mening ikke tilstrækkelig begrundelse for bestyrelsernes valg af udlodningspolitik.

Selskaberne skal som nævnt træffe fem beslutninger, nemlig om investeringer, kapitalstruktur, udbytte, aktietilbagekøb og aktietegning. Men ud fra årsrapporterne er det ikke altid klart, om beslutningerne træffes simultant eller ej, og om én variabel er residualt bestemt som følge af de øvrige beslutninger.

Omkring halvdelen af selskaberne har en udbyttepolitik gående ud på at udlodde en bestemt andel af årets nettooverskud i form af udbytte. Den anden halvdel har ikke en sådan målsætning.

I Tabel 1 er vist udbyttmålsætningerne for C25-selskaberne. Det bemærkes, at beskrivelsen af pladshensyn er meget summarisk, og at mange selskaber sikkert ikke vil finde beskrivelsen helt dækkende. Men formålet er først og fremmest at vise nogle hovedtendenser.

TABEL 1: Udbyttmålsætning i udvalgte store danske børsnoterede selskaber / C25-selskaber

Selskab	"Target" udbytte i pct. af nettooverskud	Kommentarer/citater
APM - Mærsk		
Ambu	30%	
Bavarian		Betaler ikke udbytte p.t.
Carlsberg	50%	
Chr. Hansen Holding	40-60%	
Coloplast		Ingen fast udbyttepolitik
Danske Bank	40-60%	"From 2018 Danske Bank aims to pay dividends of 40-60% of net profit."
DSV		Udbyttet skal vokse med earnings pr. share, men ingen formel udbyttepolitik
FLSmith & Co.	30-50%	
Genmab		Betaler ikke udbytte p.t.
GN Store Nord	15-25%	
ISS	50%	
Jyske Bank		Udtrykker et noget uklart formuleret ønske om at udbetale stabilt udbytte
Lundbeck	60-80%	
Nordea Bank		Ambition om årlig vækst i udbytte pr. aktie
Novo Nordisk		Vil anvende samme udbyttepolitik som konkurrenterne
Novozymes	50%	Long-term target
Pandora		Ingen fast udbyttepolitik, anvender både opkøb og udbytte
Royal Unibrew	40-60%	
SimCorp	Mindst 40%	
Tryg		
Vestas	25-30%	
William Demant	Politik om 0 udbytte	Al udlodning sker gennem tilbagekøb
Ørsted		Mål om at øge udbyttet med høj encifret vækstrate frem til 2020

Kilde: Diverse årsrapporter fra de pågældende selskaber

Konsekvenser af en fastlagt udbyttepolitik

Med en given udbyttepolitik er der selvfølgelig flere muligheder for, i hvilken rækkefølge selskaberne træffer beslutninger, herunder hvilke beslutninger der træffes simultant. Nedenfor ser vi på tre af disse muligheder, selv om der teoretisk kan tænkes flere.

Mulighed 1 er, at selskabet først lægger sig fast på kapitalstruktur, investeringsniveau og udbytte. Dvs. hverken kapitalstruktur eller investeringer påvirkes af den valgte udbyttepolitik. Så er summen af aktietilbagekøb og aktieudstedelse bestemt residualt. Hvis selskabet efter beslutningerne om kapitalstruktur, investeringsniveau og udbytte har overskydende egenkapital, udloddes pengene i form af aktietilbagekøb. Har selskabet for lidt kapital, udsteder det nye aktier. Det må så logisk føre til, at selskabet i nogle situationer med den ene hånd udbetaler udbytte til aktionærerne, mens det med den anden hånd henter ny kapital fra aktionærerne. Det forekommer ikke hensigtsmæssigt, da aktiesalg medfører ekstra omkostninger. Skaden er begrænset, men den er der.

Men man kan f.eks. tænke sig, at et selskab ikke kan lide at tegne ny aktiekapital, samtidig med at det udbetaler udbytte,

fordi det kan give anledning til kritik og spørgsmål fra aktionærerne, og dermed fravælger mulighed 1. I så tilfælde må en fast udbyttepolitik i nogle situationer kunne påvirke enten kapitalstruktur, investeringer eller begge dele. Vi ser nedenfor på situationer, hvor udbyttepolitikken i visse situationer enten får indflydelse på kapitalstrukturpolitik (mulighed 2) eller investeringspolitik (mulighed 3).

Mulighed 2 er, at udbyttepolitikken får indflydelse på kapitalstrukturen. Dvs. selskabet har som følge af udbyttepolitikken i visse situationer mere fremmedkapital, end det ville have haft uden en på forhånd defineret udbyttepolitik.

Mulighed 3 er, at udbyttepolitikken får indflydelse på investeringerne. Selskabets udbyttepolitik kombineret med modviljen mod at tegne ny kapital samtidig med at man udbetaler udbytte, må, hvis man holder fast på en bestemt ønsket kapitalstruktur, naturnødvendigt føre til, at nogle rentable investeringer ikke kan gennemføres, med værditab til følge.

Mange danske virksomheder har i deres årsberetninger en tendens til at tale med 'uld i mund': De tager ikke altid eksplicit stilling til rækkefølgen af de fem forskellige beslutninger, og de giver ikke klare begrundelser for deres politikker, jf. Warren Buffets bemærkninger herom.

Det bemærkes, at mange store danske børsnoterede selskaber ikke bruger det 'traditionelle' lærebogsmål for kapitalstruktur: Gældsandel målt som markedsværdi af gæld i forhold til markedsværdi af egenkapital eller selskab. De fleste selskaber bruger enten netto rentebærende gæld i forhold til "operating profit" eller rating, når de skal beskrive deres politik mht., hvor meget fremmedkapital der skal være i selskabet. Det ændrer imidlertid ikke på den grundlæggende problemstilling.

Et nærmere eftersyn af en håndfuld store danske børsnoterede selskabers finansielle målsætninger

Vi vil belyse spektret i danske årsrapporter ved at se nærmere på begrundelserne og politikkerne i fem store danske børsnoterede selskabers årsrapporter: William Demant, Carlsberg, Ørsted, ISS og Novo. Der er betydelig forskel både på politikken, på klarheden af den førte politik og på begrundelserne for den førte politik. Vi har for to af selskaberne set på årsrapporter for 2016, for de tre andre for 2017, fordi det efter vores opfattelse har varieret lidt, i hvilket år det enkelte selskab var klarest mht. udmeldinger.

William Demant tilkendegiver rimelig klart i selskabets årsberetning for 2017, at selskabet foretager de realinvesteringer, der er i aktionærernes interesser, det vælger den kapitalstruktur, det anser for optimal, nettoudlodningen er residualt bestemt, og alt udloddes i form af aktietilbagekøb.

Selskabet skriver i årsrapporten for 2017 s. 18:

"...we will continue to prioritise value-adding investment opportunities and acquisitions. Any available cash not being used for investment or acquisition purposes will be used for buying back shares. We aim at a target gearing multiple of 1.5 – 2.0 measured as net interest-bearing debt (NIBD) relative to EBITDA."

Carlsberg er ikke helt så klar. Formanden for bestyrelsen skriver i årsrapporten for 2016, s. 3:

"Our first priority is to invest in the business; secondly, we will reduce leverage to below 2x EBITDA; and thirdly, we will increase the return to our shareholders."

Udsagnet kunne være klarere. Det tilkendegives klart, at

investeringerne er det primære mål, men det fremgår ikke, at målet alene er at foretage rentable investeringer. Ikke at have for meget gæld er det sekundære mål. Endelig kan "return to our shareholders" forstås på to måder: "return" kan være markedsafkast til aktionærerne, og det kan være udlodning af penge til aktionærerne.

Noget bliver klarere på s. 32 i årsregnskabet for 2016:

"Optimal capital allocation. Investing in profitable growth is our first priority, as this will secure long-term value creation for the Group. Subsequently, we will reduce leverage to below 2.0x, after which we will return more cash to shareholders. We are targeting a payout ratio of 50%. In 2016, it was 39%".

På s. 35 i Carlsbergs årsregnskab omtales beslutninger, der har mindsket problemerne ved fire højrisiko områder for selskabet i 2016, hvor et af dem er finansiel fleksibilitet:

"Financial flexibility. The Carlsberg Group currently has a BBB credit rating with outlook Stable with Fitch and a Baa2 credit rating with outlook Stable with Moody's.

The Group is committed to retaining an investment-grade credit rating, which it considers essential for controlling funding costs and terms & conditions, and for securing availability and depth of markets.

... organic earnings grew by 5% in 2016, while free cash flow was DKK 8.6bn, positively impacted by disposals of non-core businesses. Consequently, at the end of the year, net debt/EBITDA was 1.96x.

In November 2016, Moody's changed its outlook for the Group to Stable from Negative."

På s. 88 i Carlsbergs årsregnskab for 2016 fremgår:

"Carlsberg targets a leverage ratio below 2.0x. As the leverage comes down even further towards a level of 1.5x to 2.0x, there will be a gradual increase in payout. The leverage ratio is measured as net interest-bearing debt to operating profit before depreciation, amortisation and impairment losses."

Hvis vi prøver at samle puslespillet og læser det ovenstående med positive briller, kan følgende historie fortælles: Carlsbergs vigtigste beslutning er at iværksætte realinvesteringer med positiv NPV, som skaber værdi for aktionærerne. Carlsbergs næstvigtigste beslutning er ikke at have for meget netto rentebærende gæld, som ellers vil resultere i en (for) lav rating på gælden, hvilket igen vil reducere Carlsbergs finansielle fleksibilitet og resultere i 'for høj' rente i et ikke tilstrækkeligt likvidt marked. Carlsberg vurderer, at det er kritisk, at den netto rentebærende gæld i forhold til EBITDA er under 2. Målsætningen er at ligge i intervallet 1,5 – 2,0x EBITDA, for ikke at ligge lige på grænsen. En del af det frie cash flow i 2016 er gået til at mindske netto rentebærende gæld/EBITDA fra 2.34x i 2015 til 1.96x i 2016. Carlsberg ønsker derfor at benytte en del af det frie cash flow i de kommende år til at nedbringe den netto rentebærende gæld yderligere, således at den kommer til at ligge i intervallet 1,5 – 2,0x EBITDA. Jo mere den netto rentebærende gæld ikke længere er 'for høj', desto mere af det frie cash flow kan udloddes som kontanter til aktionærerne (fx som udbytte). Dette er således Carlsbergs tredje vigtigste beslutning. Så langt kan vi forsøge at genskabe argumentationen. Vi forstår imidlertid ikke ovenfor nævnte one-liner om et ønsket payout ratio på 50 %.

I ovenstående historie er Carlsbergs udlodning residualt bestemt (efter først investeringsniveau og dernæst kapitalstruktur er valgt). Vi har ikke været i stand til at finde en forklaring på

eller argumentation for, hvorfor Carlsberg har en selvstændig målsætning om at øge payout ratio til 50 %.

Læseren kan nu blive i tvivl om, hvad Carlsberg gør, når denne målsætning kommer i konflikt med de øvrige målsætninger. Vil selskabet undlade at foretage rentable investeringer og i stedet udbetale udbytte, vil man acceptere en højere netto rentebærende gæld og i stedet udbetale udbytte, eller vil man finansiere udbyttet ved at hente ny aktiekapital fra aktionærerne?

Hvis ledelsen fortsat mener, at man først skal iværksætte alle realinvesteringsprojekter med positiv NPV, dernæst sikre, at den netto rentebærende gæld ligger i intervallet mellem 1,5 og 2,0x EBITDA og til sidst udlodde resten til aktionærerne, forstår vi ikke, hvorfor man melder en ønsket payout ratio ud. Og hvad gør Carlsberg, hvis det får et luksusproblem ved, at frie betalingsstrømme bliver så store, at payout ratio kan blive større end 50 %? Begynder man så at overinvestere, mindske den netto rentebærende gæld yderligere eller tilbagekøbe egne aktier?

Dong Energy (nu Ørsted) skriver i årsrapporten for 2016 s. 15:

"I overensstemmelse med vores udbyttepolitik, der blev revideret i forbindelse med børsnoteringen, indstiller bestyrelsen til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,5 mia. kr. for regnskabsåret 2016.

For de efterfølgende år frem mod 2020 er det vores målsætning at øge udbyttet fra år til år med en høj encifret procentsats sammenlignet med foregående års udbytte. Vores udbyttepolitik er med forbehold for vores målsætning om at fastholde en ratingprofil på BBB+/Baa1.

Inden for de næste par år vil vi sandsynligvis have overskydende investeringskapacitet i forhold til målet om en rating på BBB+/Baa1 (baseret på den aktuelle investeringsplan og frasalgsstrategien i Wind Power samt den aktuelle udbyttepolitik). Vi vil udnytte denne investeringskapacitet til at afsøge værdiskabende investeringsmuligheder. En reduktion af vores delvise salg af havmølleparker kan være et alternativ eller supplement til nye investeringer med henblik på at skabe balance i kapitalstrukturen og samtidig fastholde vores nuværende rating. Men hvis sådanne værdiskabende muligheder ikke lægger beslag på hele investeringskapaciteten, vil vi agere disciplineret og returnere pengene til aktionærerne."

Selskabet har tilsyneladende en ret klar politik mht. udbyttebetaling de kommende år, uden at denne politik i øvrigt begrundes. Men lige efter de ret specificerede udbytteforventninger skrives, at udbyttepolitikken er med forbehold over for kapitalstrukturpolitikken, som går ud på at fastholde virksomhedens rating. Men hvad med realinvesteringerne? Hvad hvis selskabet har mange vældig gode investeringsmuligheder de kommende år? Vil man så afstå fra rentable investeringsmuligheder for at udlodde de udbytter, der er stillet i udsigt? Eller vil man foretage investeringerne, konstatere, at ratingen ryger ned, hvis man udlodder store udbytter, og følgelig undlade at udlodde udbytter? Eller vil man udvide aktiekapitalen for at skaffe penge til at udlodde udbytte? Og hvis man har ekstra meget kapital, vil udlodningen så ske i form af udbytte eller tilbagekøb af egne aktier?

En fortolkning er, at virksomheden er overbevist om, at indtjeningen vil være så god og investeringsmulighederne så begrænsede, at selskabet ikke vil komme i den situation, at den enten (1) må undlade at foretage fordelagtige investeringsprojekter eller (2) må acceptere en lavere rating end optimalt eller (3) må tegne ny aktiekapital, samtidig med at der udbetales

udbytte. Men forventninger kan udtrykkes på anden måde. Det ville være mere hensigtsmæssigt, hvis ledelsen var mere klar mht., hvad den vil gøre, hvis de forskellige mål kommer i konflikt med hinanden.

ISS skriver s. 8 i årsrapporten for 2017:

“CREATING VALUE FOR OUR SHAREHOLDERS IS OUR PRIORITY

We are focused on creating value for our shareholders by maximising the cash flow growth from our business in a sustainable fashion over the short and longer term. We wish to maintain a strong and efficient balance sheet and to strike an optimal balance between reinvesting capital back into our business and returning surplus funds to our shareholders.

We have a stated intention of maintaining an investment grade financial profile with a financial leverage below 2.5x pro forma adjusted EBITDA, taking seasonality into account. Our dividend policy targets a pay-out ratio of approximately 50% of Net profit (adjusted). Where we see clear opportunities to create value and drive improved organic growth and/or improved margins, we will commit capital to our business. This may be in the form of regular investment in our people, our process or our technology. It may be in the form of certain restructuring initiatives designed to enhance future performance, or in the form of highly selective acquisitions that meet strict strategic and financial criteria. Thereafter, we will return additional funds to our shareholders, above and beyond our dividend policy target.”

Første afsnit giver indtryk af, at selskabet vil foretage fornuftige realinvesteringer og sende eventuel overskydende kapital tilbage til aktionærene. Andet afsnit fastlægger kapitalstruktur- og udbyttepolitikken, uden at man dog får begrundelse for de to politikker.

Det er ikke klart for os, hvad selskabet gør, hvis disse tre målsætninger/politikker kommer i konflikt, og det er også uklart, om man vil udlodde ekstra overskydende kapital gennem højere udbytter eller gennem aktietilbagekøb.

Der mangler bl.a. oplysninger om, hvad virksomheden gør, hvis ”additional funds” er negative, dvs. hvis man ikke både kan udbetale 50 % af overskuddet i udbytte, foretage de rentable investeringer og fastholde den ønskede kapitalstruktur. Det bemærkes, at selskabet er noget uklart mht. de finansielle mål, idet det skriver ’intention’ mht. kapitalstrukturpolitik og ’target’ mht. udbyttepolitik. Man kan argumentere for, intentioner ikke altid overholdes, og at det ønskede ikke altid realiseres, men man kan så også modargumentere for, at det så vil være på sin plads at tilkendegive, hvad man så vil gøre. Ellers er der ikke så meget information i udmeldingen. Hvis vi tager udmeldingen for pålydende, kan selskabet vælge mellem:

- Udbetal udbytte til aktionærene med den ene hånd og emittér aktier med den anden hånd.
- Undlad at udbetale det ’lovede’ udbytte.
- Undlad iværksættelse af investeringer med positiv NPV.
- Accepter en kapitalstruktur med mere gæld end udmeldt.

Løsning 1 er ikke fornuftig pga. emissionsomkostninger og skat på udbytte.

Løsning 2, 3 og 4 er alle problematiske i relation til, hvad selskabet har tilkendegivet over for aktiemarkedet, og man må forvente, at afvigelse i negativ retning vil resultere i aktiekursfald.

Novo Nordisk er suverænt Danmarks mest værdifulde selskab. Nedenfor er vist et uddrag af, hvad Novo skriver i sin årsrapport for 2017, s. 44:

“Novo Nordisk’s capital structure strategy offers a good balance between long-term shareholder value creation and competitive shareholder return in the short term. Novo Nordisk’s guiding principle is that any excess capital, after the funding of organic growth opportunities, investments and acquisitions, should be returned to investors. The company’s dividend policy applies a pharmaceutical industry benchmark to ensure a competitive payout ratio for dividend payments, which are complemented by share repurchase programmes.”

Det er ikke klart for os, hvad der menes med balance mellem værdiskabelse på langt sigt og konkurrencedygtigt afkast på kort sigt. Hvis kapitalmarkedet er effektivt, er det, der er bedst på langt sigt, også bedst på kort sigt. Men bortset herfra er det rimeligt klart, at det primære er at foretage de fordelagtige investeringer, og at nettoudlodningen bestemmes residualt. Novo Nordisk har en klar politik mht., hvor meget der skal udloddes som udbytte, hvorfor aktietilbagekøb bestemmes residualt (forudsat det ikke er nødvendigt at hente ny aktiekapital for at overholde de øvrige målsætninger).

Novo Nordisk har som mange andre danske børsnoterede selskaber en ’selvstændig’ udbyttepolitik, forstået som en politik, hvor man ikke lader udbyttet blive bestemt residualt. Men selskabets udbyttepolitik er samtidig uselvstændig, fordi udbyttepolitikken er bestemt ud fra, hvad andre selskaber i samme branche gør.

Man kan diskutere, i hvilket omfang Novo Nordisk forklarer sin udlodningspolitik. På den ene side kan man sige, at i modsætning til mange andre store danske børsnoterede selskaber, som uden forklaring melder et payout ratio ud på xx % ud, så fortæller Novo Nordisk kriteriet for selskabets beslutning, nemlig at Novo Nordisks payout ratio skal være ’konkurrencedygtigt’. Denne beslutning bestemmer derfor, om Novo Nordisks payout ratio er xx % eller yy %. På den anden side kan man sige, at der i årsrapporten hverken er forklaret, hvorfor det for Novo Nordisk er hensigtsmæssigt ukritisk at efterligne andre, eller hvorfor gennemsnittet af andre medicinalsekskabers payout ratios er et optimal payout ratio for Novo Nordisk. Hvis det er vigtigt at have et ’konkurrencedygtigt’ payout ratio, hvorfor forsøger Novo Nordisk sig så ikke med en politik om at overgå de andre i branchen med et højere ’payout’ ratio?

Et andet problem ved den nævnte fremgangsmåde er, at hvis mange i medicinalektoren ’gør som de andre’, som Novo Nordisk vælger at gøre, så vil hele sektorens udbyttepolitik blive bestemt af de få, der tager selvstændig stilling. Det virker ikke som en god løsning.

Disse fem eksempler giver et indtryk af årsrapporterne i de store danske børsnoterede selskaber, den manglende klarhed mht. den indbyrdes sammenhæng mellem de forskellige beslutninger og en manglende argumentation for den førte politik. Vi har ikke bemærket, at nogen selskaber i deres årsrapporter henviser til aktionærsammensætningen, skatteforhold eller institutionelle forhold som begrundelse for deres udlodningspolitik.

Hvis man lidt groft skal forsøge at sammenfatte selskabernes udmeldinger, så er det vel, at der er nogenlunde enighed om, at nettoudlodning skal være residualt bestemt. Men fire ud af fem selskaber mener, at der skal være en fast politik med

hensyn til, hvor meget der udloddes i form af udbytte. I relation til udlodning anses udbytte på én eller anden måde vigtigere end udlodning ved tilbagekøb. Men vi har ikke kunnet finde fornuftige forklaringer i årsrapporterne herpå og heller ikke, hvorfor selskaber så ikke udlodder *al* kapital som udbytte.

Det skal bemærkes, at beskrivelsen ovenfor ikke er en fuldstændig udtømmende beskrivelse af selskabernes politikker. Årsrapporter er tykke, og indimellem vil der andre steder i rapportererne stå andre ting, der modificerer/udbygger, hvad der er citeret ovenfor. Pladshensyn forhindrer os i at citere alt, hvad der skrives i årsrapporter, fondsbørsmeddelelser og investorrepræsentationer om de ovennævnte spørgsmål. Formålet har imidlertid ikke været at kritisere de nævnte selskaber, men blot at påvise, at selskabers politikker kunne være bedre beskrevet og bedre begrundede, end tilfældet er.

Hvorfor målsætninger om afkast af den investerede kapital (ROCE eller ROIC)?

En række af de store danske børsnoterede selskaber opstiller selvstændige finansielle målsætninger om afkast af den investerede kapital (ROCE eller ROIC) i årsregnskabet. Vi har ikke fundet forklaringer i årsregnskaberne på, hvorfor man gør det, og vi finder det problematisk. Man kan blive i tvivl om, hvilke kriterier eller metoder der benyttes til at vurdere, om en realinvestering bør accepteres eller ej.

Læseren af *Dong Energys* årsregnskab for 2016 kan blive i tvivl om, hvilket kriterium Dong Energy benytter til at vurdere, hvorvidt et realinvesteringsprojekt skal accepteres (ud over om realinvesteringsbeslutninger er underlagt overholdelse af rating betingelsen, jf. ovenfor). For et 'standard' investeringsprojekt vil en lærebog typisk anbefale, at man estimerer projektets forventede betalingsstrømme og benytter en projektspecifik kapitalomkostning, der afspejler projektets driftsmæssige risiko og projektets optimale gældsandel, til at beregne projektets NPV. For et 'standard' investeringsprojekt kan lærebogen også anbefale iværksættelse, hvis projektets interne rente er større eller lig med projektets kapitalomkostning. I årsregnskabet for 2016 s. 15 skriver Dong Energy, at man opererer med følgende finansielle mål:

"Vores mål er et afkast af investeret kapital (ROCE) på 12 – 14 % i gennemsnit for koncernen i perioden 2017 – 2023".

Det fremgår også, at man for samme periode opererer med et mål på 13 % - 15 % for Wind Power og 9 % - 11 % for Distribution & Customer Solutions.

ROCE er et gennemsnitstal, og læseren kan være i tvivl om, dels i hvilket omfang forskelle i risiko inddrages for forskellige projekter, dels hvordan forskellen mellem ROCE og kapitalomkostningen inddrages i realinvesteringsanalysen. Antag at et realinvesteringsprojekt har en intern rente, der er højere end projektets kapitalomkostning men lavere end (selskabets eller divisionens) ROCE. Hvilken beslutning træffer selskabet så, og er man sikker på, at selskabet generelt vil acceptere samme realinvesteringsprojekter uafhængigt af om selskabets målsætning er defineret som maksimering af aktionærernes formue (NPV > 0) eller som afkastet af den investerede kapital (ROCE) er mindst 12 – 14 %?

Novozymes har to langsigtede finansielle mål, som fremgår af årsrapporten for 2016, s. 38 – 39:

"Novozymes' ... two long-term financial targets – EBIT

margin at 26% or above and ROIC including goodwill of 25% or above."

Novozymes rapporterer i årsrapporten for 2016 s. 11 en (efter skat) WACC på 6,5% for 2016.

Også i dette tilfælde kan læseren komme i tvivl om, hvorvidt det langsigtede finansielle mål om en ROIC på mindst 25 % for selskabet som helhed kan resultere i misallokering af kapital og manglende accept af rentable investeringsprojekter (NPV > 0).

Den internationale litteratur

Ovenfor så vi på nogle af de store danske børsnoterede selskabers udlodningspolitikker og deres begrundelser (og oftere manglende begrundelser) for den førte politik.

Der er en umådelig mængde international videnskabelig litteratur om udlodningspolitik i børsnoterede selskaber, men den giver ikke så mange praktiske anbefalinger til bestyrelser, som de mere simple lærebogsmodeller giver. Det er relativt sjældent, at forfatterne søger at komme fra "er" til "bør", dvs. kommer med *anbefalinger* til bestyrelser om fastlæggelse af den optimale udlodningspolitik ud fra selskabets forhold. *Bestyrelser, der vil bruge litteraturen til at fastlægge, om man skal opkøbe egne aktier eller udbetale udbytte, og hvor meget man skal udlodde på de forskellige måder, får ikke meget hjælp.*

Det er der flere årsager til. Én årsag er, at meget af litteraturen forsøger at beskrive og *forklare* selskabernes udlodningspolitik. Interessekonflikter mellem ledelse og aktionærer kan f.eks. være én årsag til en given udlodningspolitik, ledelsens ønske om at signalere kan være en anden, og behavioural bias hos ledelsen kan være en tredje, jf. f.eks. De Angelo m.fl. (2008), s. 95. Men det er noget andet end at give anbefalinger, som den loyale bestyrelse kan bruge i sine beslutninger.

En anden er, at amerikanske skatteregler og institutionelle forhold er forskellige fra danske, hvilket gør det problematisk at overføre amerikansk litteratur og amerikanske erfaringer til Danmark.

Det er imidlertid værd at bemærke, at interviews med ledelser i den amerikanske empiriske litteratur giver et ganske interessant billede af overvejelserne bag beslutningerne. Brav m.fl. (2005) interviewede 384 "financial executives". Forfatterne konkluderede, at det at undgå nedsættelser af udbytte var af lige så stor betydning som investeringsbeslutninger. Dvs. at ledelserne i et vist omfang ville undlade økonomisk fordelagtige investeringer for at opretholde udbyttet. Men bortset fra denne særlige situation var netto payout policy en residual beslutning. Undersøgelsen nåede også til, at ledelserne inddrog principielt uvedkommende hensyn om aktietilbagekøbs betydning for regnskabsmæssige nøgletal i deres beslutninger. Undersøgelsen viste også, at spørgsmålet om skat kun er en anden ordens faktor i forbindelse med beslutninger om udbytter og aktietilbagekøb. Endelig viste undersøgelsen også, at beslutningstagerne i et vist omfang søgte at 'time' aktietilbagekøb til tidspunkter, hvor aktiekursen er lav.

Konklusioner

Der findes en betydelig litteratur om udlodningspolitik. Finansieringsteorien er så righoldig takket være bl.a. asymmetrisk information, transaktionsomkostninger, incitamentsproblemer og skat, at den kan bruges til at forklare næsten hvilken som helst kombination af udbytte og tilbagekøb af egne aktier. Den mere

avancerede litteratur giver imidlertid ikke gode retningslinjer til bestyrelser om, hvilken politik de bør føre.

Det ville være ønskeligt, hvis bestyrelser i deres – stadig mere omfangsrige – årsberetninger var mere klare i deres udmeldinger til aktionærerne. Man kunne beskrive en klarere politik med færre ord end tilfældet er i dag. Det virker underligt, at man har en politik uden på nogen måde at begrunde dens hensigtsmæssighed, som påpeget af Warren Buffet.

Det er ønskværdigt, at selskabets ledelse fortæller aktionærerne, i hvilken rækkefølge den træffer realinvesterings-, kapitalstruktur- og nettoudlodningsbeslutningen.

Det er også ønskværdigt, at ledelsen begrunder, hvorfor den alene udlodder kapital i form af udbytte, aktietilbagekøb eller en kombination heraf.

Vores – meget lille – undersøgelse af argumentationen i C25-selskaberne viser, at ca. halvdelen af selskaberne opererer med, at en bestemt andel af årets nettooverskud udloddes, uden nogen argumentation for det valgte niveau. Den anden halvdel har for størstedelens vedkommende ikke nogen eksplicit udbyttepolitik, om end nogle af dem nok har en ikke-oplyst praksis, f.eks. at de sjældent sætter udbyttet ned. Heller ikke disse selskaber har (som hovedregel) en eksplicit argumentation for, at de ikke opererer med en veldefineret udbyttepolitik. I visse tilfælde kan der dog siges at være en forklaring på den manglende information, nemlig for så vidt angår selskaber, som er langt fra enten at ville betale udbytte eller opkøbe egne aktier.

Selskaberne burde næppe have selvstændige målsætninger om udbytte. Udbyttebetaling kan give tab på tre forskellige områder, men de er alle ret begrænsede, nemlig fremskyndelse af skat ved udbytte fremfor tilbagekøb for en vis gruppe af aktionærer, ikke-refunderbar withholdingskat på udbytte for en anden gruppe aktionærer, og omkostninger ved i visse tilfælde at betale udbytte samtidig med at der tegnes ny kapital, hvilket rammer alle aktionærer. Skat er et argument for, at danske børsnoterede aktieselskaber udlodder gennem tilbagekøb af egne aktier frem for udbytte. Som nævnt tidligere er der også argumenter for at udbetale udbytte: Visse aktionærer kan af vedtægtsmæssige eller lovgivningsmæssige årsager foretrække udbytter.

Afslutningsvis kan man også vælge at opstille to mulige alternative ekstreme konklusioner på de ret forskellige politikker, der kan ses på udlodningsområdet i danske børsnoterede selskaber:

Konklusion 1 er, at ”variety is the spice of life”, dvs. at der er grund til mange forskellige politikker i forskellige selskaber som følge af forskellige forhold i de enkelte selskaber.

Konklusion 2 er, at den optimale politik formodentlig i høj grad er ens i alle selskaber, men at forskellene i politik ikke betyder alverden. Politikkerne er ikke altid optimale, men ’ulykken’ er forholdsvis begrænset. Den resulterer i, at et mindretal af aktionærerne kommer til at betale lidt højere investorskatter end ellers. Dvs. ifølge denne konklusion er der tale om et område af ret begrænset betydning, og derfor er der plads til betydelig ’overtro’ og idiosynkratiske politikker. Ifølge konklusion 2 burde selskaberne kun udlodde gennem aktietilbagekøb og i øvrigt gøre krystalklart, at udlodning er en residual beslutning. Begrundelsen for aktietilbagekøb frem for udbytte er de forskellige skattemæssige ulemper af udbytter.

Litteratur

- Brav, Alon, John R. Graham, Cambell R. Harvey og Richard Michaely, 2005: Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, s. 483- 527.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers og Franklin Allen, 2017. *Principles of Corporate Finance*. 12th edition. McGraw-Hill International edition.
- Connors, Richard J., 2013: Read Warren Buffet on Business: Principles from the Sage of Omaha.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo og Douglas J. Skinner, 2008: Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3, s. 95-287.
- Farre-Mansa, John, Roni Michaely og Martin Schmalz, 2014: Payout Policy. Optrykt i Andrew W. Lo og Robert C. Merton (red). *Annual Review of Financial Economics*, 6, s. 75-134.
- Kalay, Avner og Michael Lemmon, 2008: *Payout Policy*. Optrykt i B. Esben Eckbo. *Empirical Corporate Finance*, Volume 2, Chapter 10.
- Miller, Merton H. og Franco Modigliani, 1961: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, s. 411-433.
- Møller, Michael og Claus Parum, 2016: Optimal kapitalstruktur i et nulrentesamfund. *Finans/Invest*, 6/16, s. 13-18.
- Parum, Claus, 2018: *Køb af egne aktier*. Optrykt i Troels M. Lilja (red): *Egne aktier*. Karnov Group (fremkommer).
- Raaballe, Johannes og Mette R. Aagaard, 2004: Danske selskaber udbetaler udbytte som aldrig før. *Finans/Invest*, 1/04, s. 22-30. ■