

Aktietilbagekøb boomer

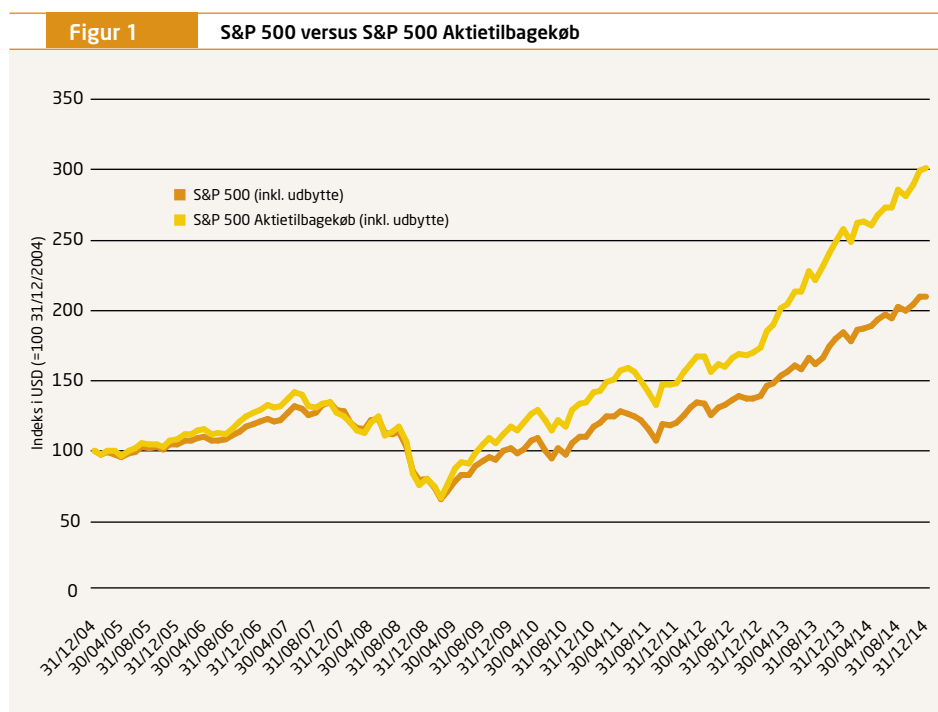
Umiddelbart ligner det en fordel for alle parter, når en virksomhed beslutter at opkøbe egne aktier. Men det er vigtigt at kende årsag og motiv bag beslutningen. Især i USA er aktietilbagekøb udbredt, men metoden bliver også mødt med kritik.

■ Artikel af Valuelvest Asset Management S.A.

➔ Det er blevet mere og mere udbredt, og det er tilsyneladende en oplagt gevinst for alle parter. Vi taler om aktietilbagekøb, hvor virksomhedens ledelse leverer penge retur til aktionærene ved at opkøbe egne aktier. For nogle virksomhedsledere er aktietilbagekøb en kærkommen vidundermedicin, der kan give et hurtigt kick og sparke liv i aktiekursen, når det kniber lidt med væksten. Det er godt for de tilbageblevne aktionærer, og det kan såmænd også være godt for direktørbonus-sen.

Aktietilbagekøb på verdens største aktiemarked boomer lige nu og er tilbage på samme niveau som før finanskrisen. De samlede tilbagekøb i USA overstiger nu de samlede udbytter. I de sidste fem år har amerikanske virksomheder i S&P 500 netto-opkøbt egne aktier for knap 1.500 milliarder dollars – og brutto drejer det sig om mere end 2.000 milliarder dollars. De fem største netto-tilbagekøb kommer fra Exxon Mobil, Apple, IBM, Wal-Mart og Pfizer, der tilsammen står for 19 procent.

Umiddelbart ser det ud som om, at medicinen virker. I hvert fald er der en tendens til, at de aktier, hvor selskaberne selv har købt op, har givet investorerne et højere afkast end det generelle aktiemarked. Over de seneste ti år har de 100 aktier i S&P 500 med de største tilbagekøb i forhold til deres markeds-værdi slået det brede S&P 500 indeks med ikke mindre end 4 procentpoint årligt. Og i de seneste tre år er forspringet vokset til 6 procentpoint årligt.



Kilde: Bloomberg. Begge indeks er inklusiv udbytte. S&P 500 Aktietilbagekøb rebalanceres i marts, juni, september og december. De 100 aktier med de højeste tilbagekøb i forhold til markeds-værdien indgår i S&P 500 Aktietilbagekøb.

Det seneste løft af aktiemarkedene er især båret af de massive kvantitative lempelser fra centralbankerne og de historisk lave renter. Men aktieopturen er blevet forstærket på grund af opblomstringen i aktietilbagekøb – vi har altså en situation, hvor flere penge jagter færre aktier. Netop adgangen til billig finansiering på grund af de lave renter har fået mange virksomheder til at trimme deres kapitalstruktur og score nogle billige point ved at købe egne aktier tilbage.

De såkaldte aktivistinvestorer har også sat skub i aktietilbagekøb. De jagter virksomheder, der ligger inde med bugnende likvide

reserver, og de lægger pres på for at få selskaberne til at udlodde overskudslividiteten i form af aktietilbagekøb, der kan få aktiekursen yderligere i vejret.

Men pas på, for ikke alle tilbagekøb hviler på de samme forudsætninger, og det kan være risikabelt at anvende aktietilbagekøb som en investeringsstrategi. Der er flere kritiske forhold, som investoren nøje bør overveje, når han eller hun evaluerer en virksomheds tilbagekøb. Det er i den sammenhæng afgørende at forstå både årsagen og motivet bag beslutningen om at iværksætte aktietilbagekøb.

>>

» Kapitalen skal skabe værdi på langt sigt

Som investorer er vi naturligvis ikke interesserede i, at virksomhederne passivt akkumulerer deres overskudslikviditet i bedste Joakim von And stil til en rente tæt på nul. Hvis virksomheden ikke kan finde attraktive investeringsprojekter, bør den sende den overskydende likviditet tilbage til aktionærene, som så kan kanalisere pengene over i andre investeringer med højere afkast. Det er sundt for økonomien og gavnligt for samfundet.

En virksomheds hovedmål bør være at øge den langsigtede værdi for sine ejere. I modsætning til en kortsigtet optimering og kurspleje, er et langsigtet fokus til gavn, ikke kun for ejerne, men for alle interessenter: de ansatte, det offentlige, kunderne, mv. Et langsigtet fokus handler i høj grad om at sikre virksomhedens overlevelse, og det kræver ikke mindst, at ledelsen investerer i virksomhedens fremtid.

Det er virksomhedsledelsens primære opgave at forvalte virksomhedens kapital effektivt og øge den langsigtede værdi. Det gør den bedst ved at udvælge de rette investeringsmuligheder og ved at gennemføre strategier, der kan sikre det bedste afkast udover det risikostregerede afkastkrav. Allokering af kapital skal ses i et bredere perspektiv, og omfatter blandt andet investering i faste aktiver, forskning og udvikling, ansættelse af medarbejdere samt opkøb. Men det omfatter også overvejelser om at nedbringe gæld, udbetale udbytte og tilbagekøbe aktier.

Aktionærernes gevinster beskattes forskelligt

Overskudslikviditet er de penge, der er tilbage efter investeringer i løbende vedligeholdelse og i vækst. Det kaldes også den frie

pengestrøm. En virksomhed kan i princippet vælge mellem to udlodningsmodeller: at udbetale udbytte eller opkøbe egne aktier. Set fra et overordnet økonomisk synspunkt er den samlede værdi af de to modeller identisk, men aktionærene bliver behandlet forskelligt. Udbetaling af udbytte tilgodeser alle aktionærer, men tilbagekøb af aktier betyder nødvendigvis, at nogle aktionærer sælger aktier, mens andre fastholder deres position og derved opnår en højere ejerandel i virksomheden, fordi antallet af udestående aktier falder.

Hvilke af de to udlodningsmetoder, der er mest effektiv, afhænger af forhold, der kan være helt særlige for den enkelte virksomhed, men det er værd at huske, at de også påvirker aktionærens skatteforhold forskelligt. Udbytte beskattes øjeblikkeligt, hvorimod kursgevinster oftest først beskattes, når aktieejeren sælger.

Udbytte signalerer stabilitet og robusthed

Udbetaling af udbytte sender et stærkt signal om, at ledelsen forventer, at selskabet vil kunne generere tilstrækkelig indtjening til også i fremtiden at kunne levere årlige udbytter. Er det en gang besluttet at udbetale udbytte, forventer aktiemarkedet også, at dette fortsætter år efter år. Af god grund er virksomhedsledere derfor meget påpasselige med at hæve udbyttet, hvis der er usikkerhed, om det kan opretholdes. Et bortfald af udbytte betragter markedet som et løftebrud, og det vil sende aktiekursen på rutsjetur, ikke mindst fordi det ofte er økonomisk modvind, der får selskaber til at droppe udbytte.

De selskaber, der konsistent har evnet at betale udbytte, og endda løbende har øget

udbyttet, demonstrerer en stram kapitaldisciplin og har en høj stjerne i aktiemarkedet. I den kategori finder vi de stabilt indtjenende selskaber med stærk pengestrøm, typisk i mere modne industrier. De er i stand til at lægge penge til side og behøver ikke at geninvestere hele indtjeningen.

Det langsigtede aktieafkast

At udbytte har stor betydning for det langsigtede aktieafkast er vel beskrevet og dokumenteret i talrige studier og analyser. Ser vi på det amerikanske aktiemarked har geninvestering af udbytte udgjort næsten halvdelen af det samlede langsigtede afkast på 9,6 procent årligt siden 1900. Der er dog en lille hage, og det er som nævnt skatten. De fleste investorer skal betale skat af udbytte. Det reducerer det beløb, som investorerne kan geninvestere og dermed mindsker det også investorernes langsigtede afkast. Når det drejer sig om aktietilbagekøb har den enkelte aktionær mulighed for at undlade at sælge aktier og slipper derfor for at betale skat her og nu. Aktietilbagekøb indeholder ikke en geninvesteringsproblematik, og investoren kan vælge at være "fuldt" investeret hele tiden. Geninvestering af udbytte giver desuden en mindre stigning i investorens ejerandel i selskabet i forhold til aktietilbagekøb, hvor aktionæren undlader at sælge – se eksempel nedenfor.

Vi antager, at Aktionær A ejer 5 procent (5.000 aktier) af udestående aktier på i alt 100.000 i 'Penge Retur AVS'. Selskabet har til hensigt at sende kr. 100.000 retur til aktionærene. Aktiekursen før udbytte er 10. I regneeksempel antager vi desuden, at investor betaler en udbytteskat på 30 procent. Den reelle skat vil dog afhænge af investors skat-testatus.

Scenario: Udbytte

Udbytte per aktie	1	Udbytteskat 30%	-1.500	Geninvestering til kurs 9 (10-1)	389	Ejerandel før geninvestering	5,0%
Udbytte til aktionær A	5.000	Beløb til geninvestering	3.500	Antal aktier efter geninvestering	5.389	Ejerandel efter geninvestering	5,4%

Scenario: Aktietilbagekøb

Aktiekurs	10	Udestående aktier før tilbagekøb	100.000	Aktionær A antal aktier før aktietilbagekøb	5.000	Ejerandel før aktietilbagekøb	5,0%
Beløb til tilbagekøb	100.000	Udestående aktier efter tilbagekøb	90.000	Antal aktier efter aktietilbagekøb	5.000	Ejerandel efter aktietilbagekøb	5,6%



When companies with outstanding businesses and comfortable financial positions find their shares selling far below intrinsic value in the marketplace, no alternative action can benefit shareholders as surely as repurchases.

Warren Buffett (brev til aktionærer i Berkshire Hathaway 1984).

Aktietilbagekøb - et nyt fænomen

For blot 30 år siden var aktietilbagekøb ikke særlig udbredt i USA, og udbytte var den foretrukne måde at sende penge retur til aktionærerne. Indtil 1980'erne udgjorde udbyttebetaling således mere end 90 procent af den samlede udlodning fra store amerikanske virksomheder. Det blev imidlertid ændret under Ronald Reagans præsidentperiode, hvor en række tiltag til deregulering blev gennemført. Blandt andet blev reglerne for aktietilbagekøb lempet, og det blev startskuddet til aktietilbagekøb i den helt store stil. Med vedtagelse af *Rule 10b-18* i 1982 fik amerikanske selskaber nu mulighed for at købe egne aktier op i markedet, og det uden risiko for at kunne blive beskyldt for kursmanipulation (under forudsætning af, at aktiemarkedet var informeret om alle væsentlige virksomhedsforhold).

Aktietilbagekøb har ikke helt samme omfang i Japan og Europa, og tilsvarende lempede regler blev f.eks. først indført i 1994 i Japan og i 1998 i Tyskland og Frankrig.

I modsætning til udbytte giver aktietilbagekøb ledelsen en større grad af fleksibilitet, fordi det er lettere at ændre eller helt at stoppe tilbagekøb. Mange annoncerede tilbagekøb bliver f.eks. aldrig gennemført fuldstændigt. Aktietilbagekøb er en god udlodningsmodel for selskaber med en mere svingende indtjeningsudvikling, og aktietil-

bagekøb kan også være et supplement til udbytte, hvis der er overskudslikviditet til overs efter udbytte er udbetalt.

To gyldne regler

Warren Buffett har igennem tiderne leveret mange kloge læresætninger, også når det gælder aktietilbagekøb. Der er to forhold, der under ingen omstændigheder må kompromiteres, siger han.

For det første skal virksomheden have rigelig likviditet til at drive forretningen videre, efter at de har gennemført deres tilbagekøb. Finansiell styrke er en konkurrencemæssig fordel og skal have højeste prioritet. En stærk balance giver muligheder, når alle andre er svækket.

For det andet skal aktierne kunne erhverves til en betydelig rabat i forhold til den reelle værdi med udgangspunkt i en konservativ prisfastsættelse. Under disse forudsætninger er aktietilbagekøb attraktive.

Den enes tab, den andens gevinst

Aktietilbagekøb behandler ikke alle aktionærer lige. Det skaber værdi for de tilbageblevne

aktionærer, når selskabets aktier kan erhverves til en lavere kurs end den reelle værdi, og når aktien efterfølgende stiger op til den fundamentale værdi. Og hvis vi også forudsætter, at tilbagekøbet ikke påvirker værdien af den fremtidige pengestrøm, så får de aktionærer, der kloget valgte at holde fast i aktierne, gevinsten op til den reelle værdi. Det er den gevinst, som de sælgende investorer går glip af (se figur 2).

Motiver, der kan være skadelige

Aktietilbagekøb kan også anvendes som et redskab til at manipulere investorer og aktiemarkedet. Er der mangel på vækst, og har virksomheden svært ved at overraske aktiemarkedet på indtjeningsfronten, kan aktien blive fanget i dødvande. På den baggrund kan det være fristende at manipulere indtjeningen per aktie for at pumpe aktiekursen op. Ikke mindst hvis ledelsens bonusaflytning er koblet til udviklingen i indtjening per aktie. Aktietilbagekøb reducerer antallet af aktier og øger indtjeningen per aktie, men væksten er kunstig, fordi et aktietilbagekøb ikke forbedrer den finansielle position, og det gavner heller ikke virksomhedens produktudvikling og konkurrencemæssige position. Indtje-

>>

Figur 2

Ikke alle aktietilbagekøb er skabt lige

Aktietilbagekøb A/S	Før aktietilbagekøb	Aktietilbagekøb over den fundamentale værdi	Aktietilbagekøb under den fundamentale værdi
Aktietilbagekøb - beløb Investorer sælger (antal aktier)		25.000 125	25.000 500
Fundamentale værdi Udestående aktier (tilbageblevne aktionærer) Aktiekurs	100.000 1.000 100	75.000 875 200	75.000 500 50
Fundamentale værdi per aktie (tilbageblevne aktionærer)	100	86	150
Fordeling af værdi pr. aktie (gevinst/tab) Sælger Tilbageblevne aktionærer		100 -14	-50 50
Fordeling af værdi (gevinst/tab) Sælger Tilbageblevne aktionærer		12.500 -12.500	-25.000 25.000
Eksempel på udvikling i ejerandel Aktionær A har 100 aktier og beholder alle aktier	10,0%	11,4%	20,0%

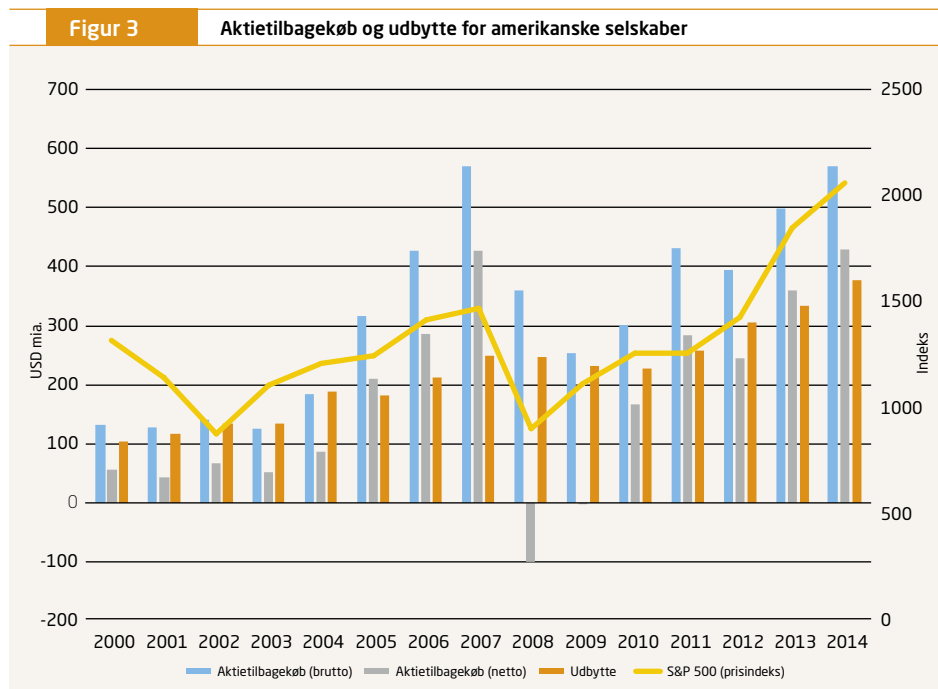
Beregningen bygger på simplificerede antagelser til illustration af effekten af aktietilbagekøb. Aktietilbagekøb forudsættes finansieret af overskudslikviditet. Gevinst/tab for tilbageblevne aktionærer er ændringen i den fundamentale værdi per aktie.

>> ningsvækst per aktie er ikke automatisk det samme som værdiskabelse. Værdi skabes, når virksomheden evner at øge sin fremtidige pengestrøm. Hvis vækst i indtjening per aktie ikke er ledsaget af vækst i den underliggende indtjening, står det tvivl om den reelle økonomiske udvikling og bør straks få alarmklokkerne til at bimle.

Normalt ville ledelsens udnyttelse af aktieoptioner og udstedelse af nye aktier udvandre de øvrige aktionærs beholdninger. Det kan forhindres og skjules ved aktietilbagekøb. Aflønning til ledelsen i form af aktier og aktieoptioner er i dag den væsentligste komponent i bonusaflytning i de fleste store virksomheder, og det har i visse virksomheder skærpet fokus på at optimere aktiekursen.

Er virksomhederne gode til at 'time' aktietilbagekøb?

Når et selskab beslutter at købe aktier tilbage, sender det et signal om, at aktien er undervurderet. Ledelsen er jo "insidere", og den burde vide mere om selskabets udvikling end alle andre. Men der er god grund til at være skeptisk. Ikke mindst i lyset af de mere kortsigtede interesser, som ledelsen kan have i at købe egne aktier. Det kan derfor ikke ude-



Kilde: Bloomberg. De historiske beløb for aktietilbagekøb er baseret på de nuværende aktier, der indgår i S&P 500 indekset.

lukkes, at direktører i virksomheder med et stort aktieoptionsprogram i løn pakken kan tendere til at mene, at deres virksomhed altid er for billig!

Hvis man ser på de seneste 15 år, er der ikke meget, der tyder på, at virksomhederne har været specielt gode til at købe billigt. Der er

en kedelig tendens til, at når aktiemarkedet toppe, ja så toppe aktietilbagekøbene også.

Aktietilbagekøb kulminerede i 2007 (brutto og netto), før finanskrisen brød ud i lys lue. I 2000 var det mindre end 60 procent af de amerikanske selskaber, der købte egne aktier. I 2007 var aktietilbagekøb steget i populari-

IBM anvender aktietilbagekøb som "vækstfremmer"



IBM har været en af de helt store aktører på aktietilbagekøbsscenen. IBM er i gang med en større transformation, hvor selskabet har bevæget sig væk fra hardware over mod software og andre IT-services med fokus på strategiske vækstområder såsom cloud, mobile løsninger og tjenester til dybdegående dataanalyse. Transformationen har imidlertid medført, at IBM i de seneste år har oplevet en salgstilbagegang, idet de strategiske vækstområder ikke har kunnet opveje nedgangen i andre forretningsområder. Resultatet er, at den samlede omsætning i 2014 er lavere end i 2004. I kraft af omkostningsbesparelser og ændret salgsmix

har IBM dog kunnet øge den ordinære nettoindtjening med knap 8 procent årligt i de seneste 10 år. Derudover har IBM skabt yderligere vækst i indtjening per aktie over de sidste 10 år gennem massivt opkøb af egne aktier.

Aktietilbagekøbene har på tiende regnskabsår reduceret de udestående aktier med 40 procent, svarende til en årlig reduktion på 5 procent. Det har øget indtjening per aktie med 5 procent. Samlet har IBM returneret 128 mia. dollars til sine aktionærer, heraf knap 80% via aktietilbagekøb. Det samlede beløb er næsten 30 procent mere, end hvad IBM i samme periode investerede i forskning og udvikling plus investeringer i anlægsaktiver.

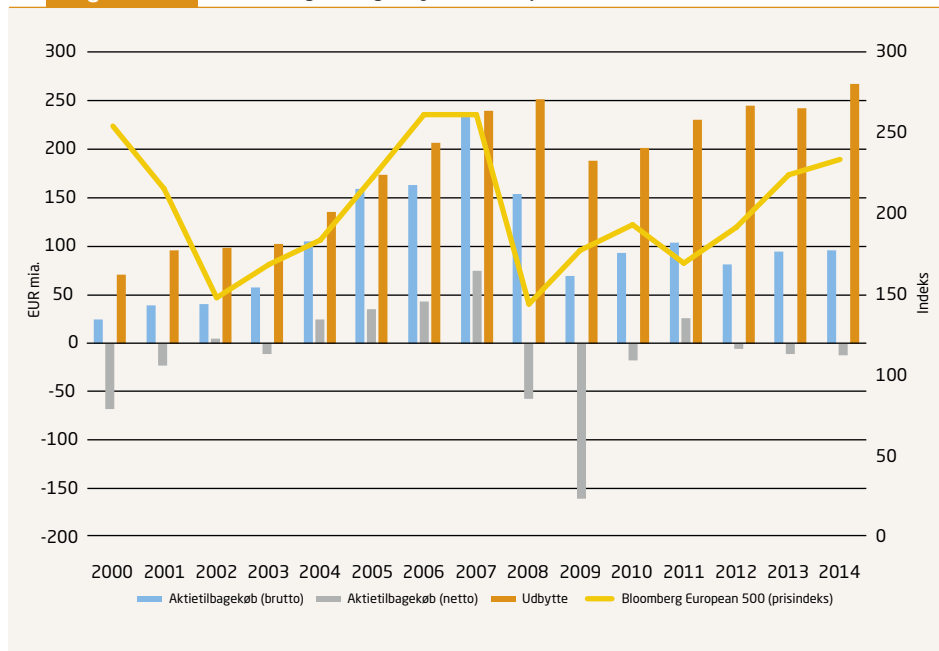
Umiddelbart har de massive tilbagekøb kun haft en begrænset effekt. I hvert fald har IBM aktien inklusive udbytte over de seneste ti kalenderår kun leveret et afkast på niveau med det brede aktiemarked (S&P 500). De seneste tre kalenderår har aktien givet et lille negativt afkast i et stærkt stigende aktiemarked. Det ser ud som om aktiemarkedet trods alt ser igennem den kunstigt skabte vækst og i stedet afventer resultaterne fra de afgørende strategiske satsninger, der skal fremtidssikre IBM og få selskabet tilbage i vækstsporet.

Den afledte effekt fra de massive tilbagekøb er, at nettogælden faktisk er steget med 20 milliarder dollars

over de seneste 10 år. Det betyder ikke, at det nuværende gælds niveau på nogen måde er kritisk, men det viser med al tydelighed, at kan pengestrømmen ikke følge med, så reduceres tilbagekøbskapaciteten helt naturligt. IBM vil fremadrettet sænke niveauet for den samlede udlodning til aktionærene til mellem 75 procent og 85 procent af den frie pengestrøm, og selskabet forventer nu kun en årlig reduktion på 2-3 procent i antal udestående aktier. IBM er nu mere afhængig af salgsmix og krydret med flere omkostningsreduktioner, for at øge indtjening per aktie.

Figur 4

Aktietilbagekøb og udbytte for europæiske selskaber



Kilde: Bloomberg. De historiske beløb for aktietilbagekøb er baseret på de nuværende aktier, der indgår i Bloomberg European 500 indekset.

tet, og nu mente ledelsen i knap 80 procent af S&P 500 selskaberne, at deres aktier var for billige. Det er tankevækkende, at den finansielle sektor i en treårig periode, frem til 2007, købte aktier tilbage for 246 milliarder dollars (netto 139 milliarder dollars). Blot to år senere, i 2009, måtte skatteyderne til pengningen og tilføre milliarder af dollars for at redde banksektoren og forhindre en økonomisk nedsmeltning.

Nu, i 2014, er aktietilbagekøbet tilbage på niveauet fra før finanskrisen, og andelen af selskaber, der er hoppet med på tilbagekøbsbølgen, er steget til mere end 80 procent. I 2014 er den foretrukne udlodningsmodel fortsat aktietilbagekøb og udgjorde 60 procent af den samlede bruttoudlodning.

Teknologivirksomhederne har i perioden 2000 til 2014 været de største nettokøbere af egne aktier med en andel på 28 procent af det samlede netto aktietilbagekøb på 2.613 milliarder dollars.

Udviklingen i Europa minder meget om den i USA frem til 2007. Dog er der en tendens til, at de europæiske selskaber henter mere kapital på børsen, og derfor er det samlede netto

aktietilbagekøb væsentlig lavere end brutto tilbagekøb, når man sammenligner med S&P 500. Faktisk har de selskaber, der indgår i Bloomberg European 500, netto udstedt aktier for 160 milliarder euro (brutto aktietilbagekøb 1.512 milliarder euro) fra 2000 til 2014. Forklaringen ligger i den store rekapitalisering, der har fundet sted i den finansielle sektor. Fraregner vi de finansielle virksomheder, har der været tale om et netto tilbagekøb på 163 milliarder euro.

Ovennævnte tal og grafer - bortset fra kursgraf for indeks - er baseret på de selskaber, der i øjeblikket indgår i S&P 500 og Bloomberg European 500 indekserne, og de reflekterer ikke ændringer i indekssammensætningen i perioden.

Stigende kritik af aktietilbagekøb

Det ser ud som om, aktietilbagekøb, især i USA, er den lykkepille, der kan holde aktionærene glade og retfærdiggøre en høj bonus til ledelsen. Tilbagekøbet kan opretholde en illusion om, at virksomheden er i vækst, også selvom det modsatte er tilfældet. Men virksomhedsledere risikerer at blive afhængige af aktietilbagekøb til at fremtrylle en illusorisk vækst.

Langtidseffekten af massive tilbagekøb kan i værste fald føre til virksomheden øger sin gæld og ikke evner at investere tilstrækkeligt. Sker det, vil det reducere virksomhedens fremtidige vækstpotentiale, svække dens finansielle styrke og gøre den sårbare over for konkurrenter.

I et åbent brev til de amerikanske virksomhedsledere den 21. marts i år har bestyrelsesformand og direktør Laurence D. Fink for Blackrock, verdens største kapitalforvalter med næsten 4.300 milliarder dollars under forvaltning, udtrykt sin bekymring over det lave investeringsniveau og den stigende tendens til, at virksomhederne forsømmer at investere og i stedet gennemfører aktietilbagekøb og udbetaler udbytte.

”

Too many companies have cut capital expenditure and even increased debt to boost dividends and increase share buybacks.

Laurence D. Fink (Blackrock)

Overordnet set er det ikke uden grund, at Laurence D. Fink er lidt bekymret over udviklingen. I hvert fald er trenden blandt de amerikanske virksomheder gået i retning af, at de nu sender flere penge retur til aktionærene, end de investeres i anlægsaktiver. Sådan har det ikke altid været. I artiklen "Companies Send More Cash Back to Shareholders", publiceret 26. maj, har The Wall Street Journal fået S&P Capital IQ til at udarbejde en analyse af udviklingen i anlægsinvesteringer og det samlede beløb (udbytte plus aktietilbagekøb), der er udbetalt til aktionærene i forhold til pengestrømmen fra driften. Analysen omfatter S&P 500 selskaber i perioden 2003 til 2013, og resultatet er baseret på det midterste selskab (midterste værdi) for hvert år. I 2003 blev 1/3 af pengestrømmen fra driften [operating cash flow] investeret i anlægsak-

>>

>> tiver. Det var næsten det dobbelte af, hvad der blev udloddet til aktionærene. I 2003 fik aktionærene 18 procent af pengestrømmen fra driften. I 2013 er billedet vendt, og her forsvandt 36 procent af pengestrømmen ned i aktionærernes lommer og oversteg dermed anlægsinvesteringer, der udgjorde 29 procent.

I sin ekstreme udgave er aktietilbagekøb historien om hunden, der bliver fodret med sin egen hale, og før eller siden stopper festen. Når hunden har taget den sidste bid, og selskabet har købt den sidste aktionær ud; hvad så? Virksomheder er ikke sat i verden for at købe egne aktier. De fleste aktionærer forventer derimod, at virksomhederne skaber værdi for aktionærene og samfundet ved kontinuerligt at investere i og udvikle produkter/services, der er nyttige for kunderne, og som kan generere en fremtidig pengestrøm.



Man kunne få det indtryk, at boom i aktietilbagekøb primært er drevet af grådige virksomhedsledere med gigantiske aktie- og optionsprogrammer. Men det er kun den halve sandhed. For investorerne har også fået en irrationel appetit for hurtig belønning i form af aktietilbagekøb og udbytte.

Mange investorer "ejer" kun aktier i ganske få måneder. Aktionærene er gået fra at være virksomhedsejere til spekulanter, der udelukkende fokuserer på den kortsigtede kursudvikling. Det har flyttet investorernes opmærksomhed fra den langsigtede værdiskabelse til tiltag, der kan løfte aktiekursen i overmorgen.

Udbytte vil fortsat have stor betydning

Under de rette betingelser er aktietilbagekøb en attraktiv udlodningsmodel for de tilbageblevne aktionærer – jævnfør Warren Buffett's to gyldne regler. Foreningens rådgiver, Value Invest Asset Management S.A. (VIAM), har udvalgt aktier, som de vurderer bliver handlet til mindre end den fundamentale værdi af virksomheden. Vi er derfor ikke utilfredse, når disse virksomheder køber egne aktier tilbage, men det skal altid holdes op mod de alternative investeringsmuligheder, og tilbagekøbet bør ikke øge den finansielle risiko eller reducere investeringer i vedligeholdelse og vækst. Når VIAM investerer, er det som virksomhedsejere.

Et simpelt regnestykke kan illustrere det forventede afkast fra et aktietilbagekøb. Lad os antage, at 'Tilbagekøb A/S' konservativt vurderer, at den fundamentale værdi er 100 baseret på et afkastkrav på 6,5 procent. Selskabets værdi afspejler sig ikke i kursen, og aktierne kan erhverves til kurs 65. En rabat på 35 procent. Det vil svare til et afkast på 10 procent ($6,5\%/1-0,35$). Dette regnestykke kan give en indikation af, om et aktietilbagekøb er attraktivt i forhold til virksomhedens andre investeringsalternativer.

Succesfulde selskaber har det med at tjene flere penge, end de kan geninvestere i forretningen. Tag f.eks. Apple, der ligger inde med den svimlende sum af 150 milliarder dollars i netto likvidbeholdning ultimo marts. Trods den enorme likvide beholdning har Apple siden august 2012 returneret 112 milliarder dollars til aktionærene, heraf er 80 milliarder leveret via tilbagekøb. Og det er ikke fordi Apple har sparet på investeringer og produktlanceringer.

Det er innovation og kreativ destruktion, der driver kapitalismen, men det betyder ikke automatisk, at de virksomheder der har akkumuleret mest overskudslikviditet også altid er dem, der har de bedste ideer eller investeringsmuligheder. Når sådanne succesfulde selskaber akkumulerer betydelige formuer, kan aktietilbagekøb være en god beslutning, og det kan forhindre, at der i stedet brændes penge af på dyre akquisitioner.



Aktietilbagekøb giver ledelsen stor fleksibilitet, og som investor er man nødt til at tro på ledelsens evner til at vurdere, hvornår det er attraktivt at købe egne aktier. Køber selskabet aktier, der ligger højere end den fundamentale værdi, taber de tilbageblevne aktionærer.

Vi mener ikke, at udbytte har mistet sin betydning. Udbytte bør stadig være en væsentlig komponent i den samlede udlodning. Aktietilbagekøb giver ledelsen stor fleksibilitet, og som investor er man nødt til at tro på ledelsens evner til at vurdere, hvornår det er attraktivt at købe egne aktier. Køber selskabet aktier, der ligger højere end den fundamentale værdi, taber de tilbageblevne aktionærer. Udbetaling af udbytte derimod behandler alle aktionærer lige, og desuden vælger vi selv, hvordan pengene skal genanbringes. Det giver aktionærene fleksibilitet. Samtidig forpligter løftet om udbytte, og det sikrer en stram kapitaldisciplin. ●