Når utbyttet uteblir...

Jeg leser med interesse Frode Helgerud sin kommentar i DN, hvor han stiller spørsmål til mine tidligere innlegg rundt DNB's spleiselag. Jeg har i disse innleggene pekt på at et utbyttekutt i seg selv ikke er en kostnad for DNB's aksje-eiere, med henvisning til et standard resultat i finans, Miller og Modigliani sitt teorem om nøytralitet rundt utbytte.

Jeg vil ikke gå gjennom dette resultatet på nytt, jeg vil kun kommentere Helgerud sitt argument for at dette resultatet ikke holder, hans påstand på vegne av Sparebankstiftelser om at "Vi har meget begrensede, for noen ikke-eksisterende, muligheter til å selge aksjer." Er dette nok til at Miller og Modigliani faller sammen som et korthus?

Jeg har faktisk et problem med hans hovedpremiss, at Sparebankstiftelser aldri kan selge aksjer. Det som vel er nærmere virkeligheten er at det er enkelte bindinger på en *del* av Sparebankstiftelsenes porteføljer. Men med den delen av porteføljen som det ikke er bindinger på vil jeg anta at Sparebankstiftelsene oppfører seg som vanlige institusjonelle investorer, hvor behandling av utbytte en del av den vanlige porteføljestyringen. I dividende-sesongen vil disse investorene typisk reinvestere dividendene i noen utvalgte aksjer, og selge seg ned i andre, for å få sine porteføljevekter tilbake der de skal være. Jeg har derfor problemer med Helgerud sin påstand om at de ikke kan selge aksjer. Det vil jo bety at sparebankstiftelser har tatt på seg tvangstrøyer, med medfølgende mindreavkastning. En logisk konsekvens av dette er at det blir *mindre* penger til hans opplistning av gode formål.

Nå representerer Helgerud en blant mange tusen aksjonærer i DNB. Det er på sin plass å spørre om de andre aksjonærene er enige. Siden vi ikke kan spørre alle aksjonærene i DNB, la oss gjøre hva aktører i finansmarkeder alltid gjør, se hva *markedet* mener. Hvis det er slik at utbyttekuttet faktisk er en kostnad for eierne, burde vi se at aksje-eierne i DNB blir mer pessimistiske i sitt syn på DNB. Den første indikatoren å se på er selvfølgelig kursutviklingen. Hvis vi ser på Oslo Børs hjemmeside i dag, observerer vi at DNB aksjen har hatt en avkastning på ca 15% siste måned, og 38% siden nyttår. Til sammenligning har OBX indeksen hatt en avkastning på 10% siden nyttår. En annen mye brukt indikator i markedet er analytikeres anbefalinger. Her noterer jeg meg at i følge en notis i Dagens Næringsliv, har Pareto gått fra en nøytral anbefaling til en kjøpsanbefaling for DNB. En tredje kjent indikator som brukes for å avlede forventninger er meldepliktig handel. Hvis vi ser på flaggemeldingene i DNB de siste ukene, finner vi at ansatte i administrasjonen i DNB, med direktør Bjerke i spissen, har økt sine beholdninger av DNB aksjer.

Min konklusjon er at markedet ikke akkurat er rungende enig med Helgerud. Det virker vel heller som at når utbyttet uteblir, jubler aksjonærene...

Jeg har i mitt svar ovenfor antatt at Helgerud har uttalt seg på vegne av Sparebankstiftelser generelt. På vegne av den stiftelsen Helgerud leder, Sparebankstiftelsen DNB, regner jeg med at han jubler med, siden dette jo ikke gjelder dem. I styrets beretning for Sparebankstiftelsen DNB for 2012 finner jeg følgende uttalelse fra styret

> *Kjernen i eierskapet er Sparebankstiftelsens grunnkapital, som består av 130 millioner aksjer, eller 8 prosent av aksjekapitalen i DNB. Utover grunnkapitalen kan aksjer i DNB kjøpes og selges som en del av stiftelsens løpende finansstrategi, men det er for tiden ingen planer om vesentlige endringer i dagens samlede eierandel på vel 10 prosent.*

Siden planer fort kan endres, sier altså styret i Sparebankstiftelsen DNB at man kan vekte seg ned fra 10% til 8% i DNB uten å berøre "grunnkapitalen." I regnskapet verdsettes denne posten til 2,3 milliarder kroner ved utgangen av 2012. Denne verdien er selvfølgelig økt med 38% siden nyttår. Jeg noterer meg også at totalsummen som ble utdelt som gaver fra Sparebankstiftelsen DNB i 2012 var på 105 millioner, mens utbyttet som Sparebankstiftelsen DNB mottok fra DNB var på 328 millioner. Dette tallet er *etter* at DNB har redusert 2012-utbyttet fra 4 til 2 kroner.