

QUANDO IL BUYBACK DIVENTA UN'OCCASIONE

Di solito le società interessate fanno meglio dell'indice. Ma non sempre. Mini-guida alla valutazione delle operazioni e dei loro effetti sul prezzo in Borsa

■ di Alfredo Bertari

Buyback ovvero riacquisto di azioni proprie. Sempre più società hanno annunciato negli ultimi mesi il ricorso a questa strategia. Il fenomeno è particolarmente intenso soprattutto sul mercato americano. Ma anche tra le società quotate a Piazza Affari il lancio di piani di acquisto di azioni proprie sta prendendo sempre più corpo. Secondo diversi studi americani i titoli sottoposti a buyback mediamente sovraperformano gli indici azionari. Ma non è tutto oro quello che luccica. Vediamo quando conviene entrare e quando no.

SALE LA FEBBRE

I dati relativi al primo trimestre 2005 hanno confermato che a Wall Street la tendenza del ricorso al buyback sta crescendo velocemente, nonostante il fenomeno sia in atto da molto tempo. La lista delle società coinvolte si è recentemente arricchita di nomi illustri in scia a risultati aziendali particolarmente positivi in termini di utili. Tra gli annunci più rilevanti quelli dei colossi finanziari Citigroup e Merrill Lynch. Il primo ha dato il via libera a un buyback fi-

no a 15 miliardi di dollari. Che aggiunti al miliardo e 300 milioni di dollari ancora da ricomprare per un precedente buyback porta l'ammontare complessivo a 16,3 miliardi che potrebbero essere usati, se utilizzati completamente, nei prossimi 18 mesi per riacquistare il 6,2% delle azioni in circolazione. Ancora più alto l'impatto sui titoli per Merrill Lynch nel caso il buyback da poco autorizzato fino a 4 miliardi di dollari venisse effettivamente attuato. Si tratterebbe infatti del riacquisto di circa l'8% dei titoli presenti sul mercato. Ma anche diversi giganti tecnologici hanno messo in cantiere colossali buyback. E' il caso di Ibm che ha appena lanciato un'operazione di riacquisto del valore di 5 miliardi di dollari, il più ampio buyback nella storia di Big Blu.

La febbre da buyback si è ormai diffusa anche nel Vecchio Continente lambendo in parte le società quotate a Piazza Affari. In Europa tra le ultime Blue Chip a prendere in considerazione questa opzione si sono distinti nomi come la britannica Bp,

grazie agli utili record incassati nell'ultimo periodo dalla società petrolifera, la spagnola Telefonica e la francese Peugeot che si appresta a estendere il buy back fino al 10% delle azioni in circolazione. In questo contesto i buyback che aleggiavano su Piazza Affari appaiono di dimensioni più contenute. Soprattutto se si tiene conto che quello più massiccio che era firmato Eni è ormai giunto a buon punto. Sul mercato domestico sono soprattutto le società più piccole a proporre al mercato progetti di buyback. Brembo, Esprinet, Eutelia, Telecom Italia Media sono solo alcuni dei nomi che nell'ultimo periodo hanno espresso la volontà di riacquistare azioni proprie.

CREANO VALORE PER GLI AZIONISTI?

Diversi studi americani hanno dimostrato la capacità delle azioni sottoposte a buyback di fare mediamente meglio del mercato. In un'analisi condotta dall'americana Bloomberg è stato evidenziato che di 1500 società Usa che tra il 2002 e

Le operazioni più grosse

SOCIETÀ	VALORE	NOTE
APPLIED MATERIALS	4 MLD USD	DURATA 3 ANNI
CISCO SYSTEM	10 MLD USD	ADDIZIONALE A L PRECEDENTE AUTORIZZATO LO SCORSO NOVEMBRE
CITIGROUP	15 MLD USD	OLTRE A 1,3MLD RIMASTI DA VECCHIO BUYBACK. TOTALE 6,2% DELLE AZIONI
DELL	10 MLD USD	E' STATO RECENTEMENTE APPROVATO L'AUMENTO DEL BUYBACK DI 250 MILIONI DI AZIONI
IBM	5 MLD USD	DECISO PER MIGLIORARE LA PERFORMANCE POCO BRILLANTE IN BORSA
MERRILL LYNCH	4 MLD USD	CIRCA L'8% DELLE AZIONI IN CIRCOLAZIONE
MOTOROLA	4 MLD USD	FINO AL 10% DEL CAPITALE. DURATA 3 ANNI
PEUGEOT	1,1 MLD EUR	FINO AL 10%, PER RIDUZIONE CAPITALE E POSSIBILE USO PER ACCORDI CON ALTRI PRODUTTORI
RIO TINTO	1 MLD AUD	DOLLARI AUSTRALIANI AUMENTO DI UN PRECEDENTE BUYBACK
TELEFONICA	6 MLD EUR	ENTRO IL 2007. AGGIORNAMENTO DI PRECEDENTE BUYBACK
YAHOO!	3 MLD USD	DURATA 5 ANNI

Gli annunci internazionali di buyback più rilevanti per importo

Che cosa guardare per valutare se investire



1 MOTIVO DEL BUYBACK

- SOTTOVALUTAZIONE DEL TITOLO (DICHIARATO O PER I MULTIPLI)
- STABILIZZAZIONE DEI PREZZI
- DIFENSIVO
- SCAMBIO AZIONARIO
- AL SERVIZIO DI STOCK OPTION
- ANTIDILUITIVO
- PARTICOLARI SITUAZIONI DI AZIONARIATO
 - ↳ SOCI FORTI?
 - ↳ FONDI ESTERI?
 - ↳ MANAGER TRA I SOCI?

2 ENTITA' DEL BUYBACK

- COME PERCENTUALE DELLE AZIONI IN CIRCOLAZIONE
- COME VALORE ASSOLUTO
- COME TEMPI DI ATTUAZIONE

3 MONITORAGGIO DELL'ATTUAZIONE DEL BUYBACK

- COMUNICATI SOCIETARI
- DATI TRIMESTRALI
- NOTIZIE DI STAMPA
- VOLUMI SCAMBIATI

Boom Usa

Secondo le stime di Standard & Poor's il riacquisto complessivo di azioni proprie operato dalle società americane nel 2004 ha raggiunto un controvalore record pari a 197 miliardi di dollari, con una tasso di crescita del 51% rispetto al 2003.

Tenendo conto che a fine 2004 le aziende appartenenti al paniere S&P 500 erano seute su oltre 610 miliardi di dollari liquidi, si può facilmente immaginare che il fenomeno è destinato a continuare anche nei prossimi mesi.

l'aprile 2004 hanno comunicato il lancio di un buyback azionario i due terzi hanno fatto meglio dell'indice S&P500 nei 12 mesi successivi all'annuncio. L'attrattiva delle azioni soggette a questo tipo di operazioni è tale che negli Stati Uniti esistono alcuni servizi di consulenza, specializzati nel creare portafogli selezionati di titoli con buyback in corso, che mettono in luce performance decisamente superiori all'S&P500 e al Nasdaq.

MA NON TUTTI SONO UGUALI

Ma non tutte le società che annunciano un buyback riescono a sovra-

performare il mercato o a creare valore per gli azionisti. Bisogna quindi individuare quelle operazioni di riacquisto che possono offrire maggiori probabilità di successo per l'investitore. Le questioni fondamentali sono tre: 1) perché una società vara il buyback; 2) di che dimensioni è rispetto al flottante delle azioni; 3) se effettivamente viene messo in atto. Quest'ultimo punto non va assolutamente trascurato. L'assemblea degli azionisti concede infatti l'autorizzazione al Consiglio di amministrazione di procedere con il buyback, ma questo non vuol dire che il riacquisto di azioni proprie debba per forza concretizzarsi.

Può capitare che qualche società subisca un inatteso calo dei risultati o che le si offra una nuova opportunità di investimento che la porti a interrompere il processo di riacquisto. O che più semplicemente si accontenti dell'effetto emotivo degli investitori alla notizia del lancio del buyback per ritrovare l'interesse del mercato o per lanciare un messaggio di ottimismo senza tuttavia avere reali intenzioni di metterlo in pratica. I progetti di buyback sono di solito operazioni che hanno una scadenza di lungo periodo. E' quindi possibile controllare l'andamento del flusso di riacquisto monitorando le trimestrali delle società coinvolte.

Si prenda ad esempio la Cir. Nel primi mesi dell'anno 2005 la società della scuderia di Carlo De Benedetti ha riacquistato titoli per 10,8 milioni di euro arrivando con 16,8 milioni di azioni proprie all'appuntamento con l'assemblea degli azionisti. Dalla quale ha ottenuto il via libera per l'acquisto di altre azioni, ricevendo le deleghe per salire dal 2,2% al 4,8% del capitale ma rinnovando anche quelle per un eventuale aumento di capitale.

Premesso quindi che è necessaria un'attenta attività di monitoraggio, la questione cruciale diventa quella di individuare il motivo del buyback

VALUTARE IL RUOLO DEGLI AZIONISTI

Spesso è il management che ricorre a questa operazione per soddisfare i propri azionisti che anelano a essere premiati in presenza di una forte liquidità nell'azienda. E piuttosto che elargire un dividendo straordinario e togliere troppe risorse alla società che non potrebbe così essere pronta in caso si presentasse una nuova opportunità di business i vertici preferiscono ricorrere a questa soluzione. Che ha anche il vantaggio fiscale rispetto a una politica generosa dei dividendi di posticipare il pagamento delle relative tasse che invece viene subito considerato in caso di incasso delle cedole. Un vantaggio che per motivi fiscali si amplifica per i fondi americani che investono in azioni europee e italiane, favorevoli quindi più ai buyback che ai dividendi straordinari. In tempi come quelli attuali caratterizzati da tassi bassi, questa opzione non dispiace più di tanto ai vertici finanziari delle società, visto che la liquidità rende poco e appesantisce il bilancio. La scelta di ricorrere al buyback per premiare indirettamente gli attuali azionisti tuttavia rischia di togliere entusiasmo a potenziali nuovi azionisti. Essi possono infatti temere che prima o poi le azioni riacquistate ritornino sul mercato, diluendo di fatto chi è entrato sul titolo a buyback in stadio ormai avanzato. Ma possono anche essere frenati nel diventare nuovi azionisti dal fatto che così facendo l'azienda sembra

Capire perché una società ricompra

Non sempre i motivi che spingono le società a varare un piano di acquisto di azioni proprie sono espressi in maniera precisa ed esaustiva. D'altronde le ragioni che alimentano tale decisioni possono essere molteplici. In ogni caso quando una società ricompra i propri titoli, si ha l'effetto che il monte dividendi e gli utili vengono spalmati su un numero di azioni minore. Il dividendo non può infatti essere distribuito sulle azioni proprie. Questo porta a un miglioramento dei multipli di borsa, su tutti l'eps (earning per share) ovvero l'utile per azione. Solitamente quando l'azienda decide di premiare gli azionisti il buyback è di grosse dimensioni. Come dimostrano gli studi fatti negli Stati Uniti, uno dei motivi che destano maggior attrazione nel mercato

è quando il management ritiene che il titolo sia decisamente sottovalutato e quindi ha serie intenzioni di ricomprare titoli e così togliere dalla circolazione per molto tempo un numero rilevante di azioni. Positivo, anche se meno attraente, il buyback difensivo, cioè varato con lo scopo di agire da cuscinetto prevedendo l'acquisto di azioni in caso di flessioni delle quotazioni. Un caso simile, che ha effetto soprattutto su quella che potrà essere la volatilità dei prezzi, avviene quando il consiglio di amministrazione ottiene dall'assemblea il via libera ad azioni di acquisto e vendita delle proprie azioni al fine di stabilizzare i prezzi. In questa situazione la società può fare trading sui propri titoli per evitare escursione dei prezzi

troppo violente ma questo tipo di operazioni sulle proprie azioni non ha particolare attrattiva per il mercato. Un effetto praticamente nullo sul numero delle azioni in circolazione è invece dato dai buyback che hanno lo scopo, più o meno dichiarato, di raccogliere azioni al servizio di stock option a favore del personale delle aziende. Lo scopo è quello di non diluire le quote degli azionisti evitando di lanciare appositi aumenti di capitale. Le azioni che vengono tolte dal mercato in questo caso ritorneranno in tempi brevi in circolazione. Più difficile la valutazione dei buyback varati con l'intento di raccogliere azioni da destinare a scambi azionari con altre società, magari possibili prede.

dimostrare di non sapere come altro investire con profitto la liquidità a disposizione. In verità, di questi tempi questa critica ha poco fondamento, se neanche un fenomeno degli investimenti come Warren Buffet riesce sempre a trovare qualcosa che valga la pena di comprare. Quella delle caratteristiche degli azionisti di una società è un'analisi importante per valutare se il varo di un buyback giustifichi l'acquisto dei titoli di una società, anche per un altro motivo. Cioè capire se il riacquisto di azioni proprie indirettamente comporti un rafforzamento di un socio di maggioranza relati-

va. Se ad esempio un socio possiede il 25% del capitale della società ma la stessa abbia in seno il 5% del capitale come azioni proprie, che quindi non hanno diritto di voto in assemblea, quell'azionista avrà in realtà un peso maggiore sul totale dei voti. Un altro esempio è il caso in cui tra gli azionisti ci siano anche i manager delle società. Se loro che sono i meglio informati vivendo da dentro l'andamento della società ritengono che sia sottovalutata e danno il via a un pesante buyback, il segnale di acquisto per il mercato diventa particolarmente interessante. ■