

## FLUSSI

---

### I meriti e i rischi dei buy-back

---



Van Lint. Paesaggio fluviale. 1750.

Oggi facciamo un po' di riduzionismo. Riduzionismo è, ad esempio, dire che tutto ciò che è antropologico è in realtà biologico, che tutto ciò che è biologico è in realtà biochimico, che il biochimico è solo un modo di essere del chimico, che è a sua volta solo uno dei modi di manifestarsi del fisico. Il fiscalismo, sostenere che tutto è fisico, anche quando ci innamoriamo e componiamo un sonetto, regna sovrano nel mainstream scientifico globale. Tutto bene, salvo che poi bisogna ricorrere all'escamotage dell'emergentismo (una sorta di teorizzazione del miracoloso) quando si tratta di fare il percorso inverso e spiegare il nascere del biologico dal fisico o del mentale dal biologico.

E dunque, almeno per oggi, non stiamo a spremerci le meningi sul sentiment (il mentale) o sulla politica monetaria o fiscale (il culturale), ma andiamo sull'idraulico, liquidità e flussi, e facciamo i fiscalisti anche noi. Alla fine conta di più quanto denaro rincorre i titoli e quanti titoli sono disponibili per il denaro rispetto all'ermeneutica dei comunicati del Fomc.

Sulla liquidità l'analisi non è difficile. Dopo la breve stagione della tentata (e fallita) normalizzazione del 2017-2018, la liquidità globale è tornata a crescere ben più del Pil nominale ed è programmata per continuare a farlo per una fase che si preannuncia lunga. In America è in corso un affascinante dibattito filosofico sulla natura dei nuovi interventi della Fed a sostegno del mercato interbancario della liquidità, ovvero sul fatto che le banche, invece di prestarsi i soldi tra loro, si rivolgono alla Fed, che ne crea di nuovi alla bisogna. È Quantitative easing o non lo è? Al riduzionista poco importa, un dollaro, nel suo mondo, è sempre un dollaro.

Passando dalla liquidità ai flussi, ovvero dall'oceano alle correnti che lo attraversano, sappiamo ormai tutti che il più grande e aggressivo compratore di azioni, negli ultimi anni, è il mondo delle società. L'acquisto di azioni proprie continua anche su questi livelli di mercato per varie ragioni che andiamo a esaminare.

La ragione citata più spesso dagli ottimisti è che le società, che conoscono se stesse meglio di quanto le possa conoscere il mercato, si ritengono sottovalutate. In alcuni casi è certamente vero, ma non può che nascere qualche sospetto quando si vanno a guardare le vendite di azioni da parte dei manager delle società stesse, al massimo storico, quando agiscono come individui. In pratica, è come se i manager vendessero individualmente le azioni che fanno ricomprare alla società in cui lavorano.



Claude Monet. Primavera sulla Senna. 1875.

La ragione citata dai pessimisti è che il quadro economico è così poco invitante che le società che hanno liquidità, non trovando niente di interessante da acquisire e non avendo nessuna voglia di mettere soldi in nuovi impianti perché intravedono un basso ritorno sugli investimenti, si rassegnano a restituire capitale al mercato e a diventare più piccole.

Ci sono poi altre due ragioni, una razionale e un'altra molto probabilmente vera. La motivazione razionale è che raccogliere soldi con il debito in una fase storica di tassi a zero costa meno, per le aziende, che emettere azioni. Emettere debito per ricomprare azioni proprie fa in molti casi risparmiare e aumenta gli utili per azione due volte, la prima perché fa crescere gli utili e la seconda perché fa diminuire il numero di azioni su cui distribuirli.

La ragione più vera di tutte è però un'altra. Molti CEO, soprattutto in America, fanno legare la parte variabile della loro retribuzione al valore in borsa della società che dirigono e hanno quindi un interesse particolare a farlo salire. E si raggiunge lo scopo più facilmente comprando azioni proprie piuttosto che attraverso investimenti produttivi rischiosi.



Pescatori sul fiume. Scuola fiamminga. XVII secolo.

Insomma, l'acquisto di azioni proprie è un'ottima cosa quando la società è davvero sottovalutata, ma si presta ad abusi quando viene fatto anche da chi sottovalutato non è. Alla lunga, inoltre, la sostituzione di equity con debito rende più fragile la struttura patrimoniale delle imprese ed espone al rischio, in caso di recessione e di cadute di borsa, di dovere fare precipitosamente il contrario, emettere azioni per ripagare debito. Si finisce, se si agisce incautamente, con il comprare azioni proprie anche sui massimi di mercato per poi doverle rivendere, rimettendole, sui minimi.

Sia come sia, gli acquisti di azioni proprie continuano. Hanno però smesso di crescere e sono anzi in leggera flessione rispetto all'anno scorso. In più, rispetto a un anno fa, lo stesso numero di dollari compra il 20 per cento in

meno di azioni, dal momento che il loro prezzo unitario, nel frattempo, è aumentato di un quinto.

Questo sarebbe un problema contenuto (a parità di altre condizioni si limiterebbe a rallentare il ritmo del rialzo azionario) se non fosse che i buy-back hanno attirato l'attenzione di molti politici, in prevalenza democratici ma non solo. In questa legislatura, ancora per un anno, non se ne farà nulla, ma nel 2021, con un Congresso democratico e una Casa Bianca forse dello stesso segno, il ricorso ai buy-back verrà disincentivato in vari modi. Ci sono proposte di tassarli come dividendi, altri chiedono che siano permessi solo a chi rispetta certi standard ESG (ambientali, sociali e di governance), altri ancora vogliono limitarne la quantità.



J. Grimmer (1526-90). Inverno.

In qualche modo, i soldi in meno spesi in buy-back ritorneranno al mercato in altra forma (aumenti retributivi per i dipendenti, maggiori investimenti produttivi) ma l'effetto netto sarà comunque il venir meno di un supporto forte, affidabile e costante alle quotazioni e una maggiore volatilità.

Riassumendo, l'analisi della liquidità e dei flussi ha visto tra il 2017 e il 2018 la liquidità come fattore moderatamente ostile e i buy back come contrappeso positivo. Il 2019 e il 2020 ci mostrano una liquidità di nuovo favorevole e buy-back neutrali. Dal 2021 in avanti vedremo di nuovo, con ogni probabilità, una liquidità favorevole ma buy-back in calo.

Staremo a vedere, ma per il momento è rassicurante che i fattori positivi siano prevalenti.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



#### Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (kairos@imagebuilding.it). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.