

E' meglio se un titolo sale oppure scende?

Alcuni pensieri controcorrente sul tema del buyback (acquisto di azioni proprie) presi dalla lettera agli azionisti di Berkshire Hathaway riferita al 2011 (pubblicata nella primavera 2012).

“Nel Settembre scorso annunciammo che Berkshire avrebbe acquistato in borsa le proprie azioni ad un prezzo pari o inferiore al 110% del valore del patrimonio netto. L'importanza dei riacquisti di azioni proprie (buyback) merita un approfondimento.

Charlie Munger ed io siamo a favore dei riacquisti quando esistono due condizioni: primo, che la società abbia fondi abbondanti per le esigenze operative e di liquidità aziendali; secondo, che l'azione sia quotata ad un sostanzioso sconto sul suo valore intrinseco, calcolato prudenzialmente.



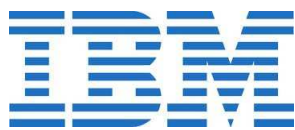
Abbiamo assistito a molti riacquisti che hanno fallito la seconda condizione. A volte queste infrazioni sono innocenti: molti CEO non smettono mai di credere che la loro azione sia sottovalutata. In molto altri casi non è sufficiente sostenere che gli acquisti sono effettuati per compensare la diluizione derivante dall'emissione di nuove azioni oppure perché la società ha liquidità in eccesso. Gli azionisti stabili sono danneggiati a meno che le azioni vengano acquistate ad un prezzo inferiore al valore intrinseco.

Charlie ed io abbiamo diverse emozioni quando le azioni Berkshire scambiano a prezzi molto inferiori al valore intrinseco. Ci piace far guadagnare i nostri azionisti stabili, e non c'è modo più sicuro di ottenere ciò che acquistare la nostra azione ad un prezzo scontato. D'altro canto, non ci piace far vendere i nostri soci a sconto. Quando noi compriamo, perciò, vogliamo che i soci uscenti conoscano il valore del titolo che stanno vendendo.

Al limite di prezzo che ci siamo imposti, i riacquisti chiaramente incrementano il valore intrinseco per azione. E più compriamo a basso prezzo, maggiore sarà il guadagno per gli azionisti stabili.

Questa discussione mi offre la possibilità di discutere la **reazione irrazionale** di molti investitori ai cambiamenti di prezzo nelle azioni. Quando Berkshire acquista le azioni di un'altra società che sta effettuando buyback, noi speriamo due cose:

- 1) che gli utili dell'azienda crescano ad un buon tasso per molti anni a venire;**
- 2) che l'azione in borsa non salga.**



Usiamo **IBM** come esempio. La società ha 1,16 miliardi di azioni in circolazione, delle quali noi possediamo circa 63,9 milioni (il 5,5%). Ovviamente, per noi sarà di enorme importanza l'evoluzione degli utili della società nei prossimi cinque anni. Inoltre, la società spenderà \$50 miliardi in questi cinque anni per riacquistare azioni. Cosa può sperare in questi cinque anni un azionista di lungo periodo come Berkshire?

Noi dobbiamo sperare che il titolo resti basso in questi cinque anni.

Facciamo i conti. Se il titolo IBM rimarrà a \$200 la società comprerà 250 milioni di azioni con \$50 miliardi. Poiché le azioni comprate verranno annullate, di conseguenza rimarranno 910 milioni di azioni in circolazione e noi possiederemo circa il 7% della società (63,9 mln/910 mln). Se invece il titolo salirà a \$300, IBM comprerà solo 167 milioni di azioni. Rimarranno circa 990 milioni di azioni dopo cinque anni, delle quali noi possiederemo il 6,5%.

Se IBM guadagnasse, diciamo, \$20 miliardi nel quinto anno, la nostra quota di utili sarebbe di \$100 milioni più alta nello scenario di "titolo basso" (\$20 miliardi x 0,5%) rispetto allo scenario "titolo alto". Le nostre azioni potrebbero forse valere \$1,5 miliardi in più rispetto al riacquisto avvenuto nello scenario di prezzo elevato (\$100 milioni moltiplicati per un multiplo di 15x).

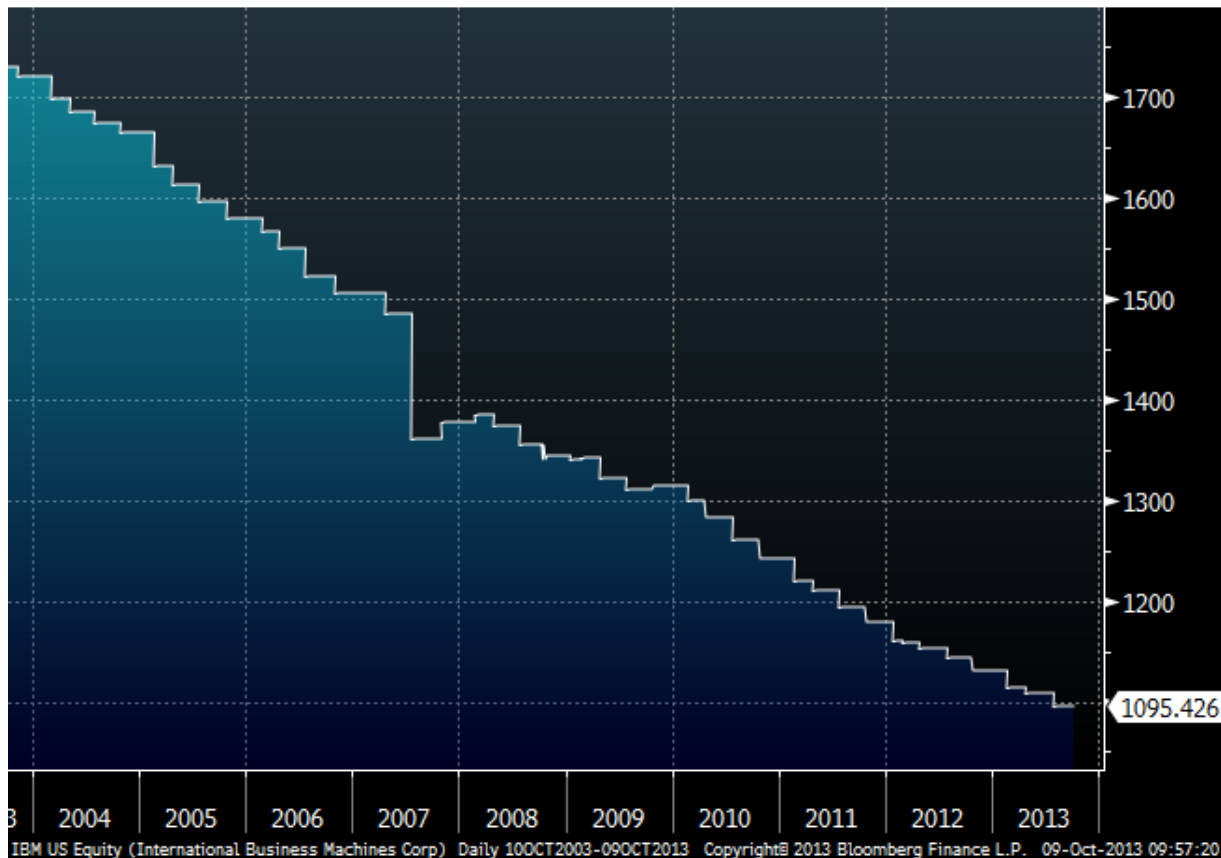
La logica è semplice: se sei un compratore di azioni, direttamente con i tuoi soldi o indirettamente mediante buyback da parte della società, **vieni danneggiato se il prezzo sale**. Ottieni dei benefici se il prezzo scende. Le emozioni complicano la questione: le persone si rallegrano se vedono i prezzi salire; assomigliano a quei pendolari che sono contenti se il prezzo della benzina sale solo perché hanno appena fatto il pieno.

Charlie ed io non ci aspettiamo di convincervi, ma vogliamo che voi siate consapevoli dei nostri calcoli. Qui mi confesso: da giovane, anch'io ero felice quando i mercati salivano. Poi lessi il **capitolo 8** del libro di **Ben Graham "The Intelligent Investor"**, quello che tratta sul come gli investitori dovrebbero guardare le oscillazioni di prezzo delle azioni. **D'un tratto capii la verità e i prezzi bassi divennero i miei amici**. La scelta di quel libro è stata uno dei momenti più fortunati della mia vita.

Alla fine, il successo del nostro investimento in IBM dipenderà dai suoi utili futuri. Ma un altro fattore importante sarà quante azioni la società riacquisterà. E se i riacquisti ridurranno le azioni in circolazione a soli 63,9 milioni, io abbandonerò la mia famosa frugalità e concederò ai dipendenti di Berkshire una vacanza pagata."

(Aggiornamento: Berkshire oggi detiene 68,1 milioni di azioni IBM, pari al 6,2% del capitale, per un investimento ai prezzi correnti di oltre \$12,2 miliardi; le azioni in circolazione sono scese a 1,095 miliardi).

IBM: numero di azioni in circolazione (ultimi dieci anni)



RACCOMANDAZIONI GENERALI

Le notizie e i dati utilizzati nel presente documento provengono da informazioni e da documentazioni di dominio pubblico. L'Autore non risponde dell'accuratezza, completezza, precisione e imparzialità di tali dati e notizie. Il presente documento è stato redatto in via autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi o di società ad essa collegate. Le opinioni espresse nel presente documento rispecchiano le personali opinioni dell'Autore e nessuna ricompensa, né diretta, né indiretta è stata, né verrà ricevuta a seguito delle suddette opinioni. In nessun caso l'Autore del presente documento potrà essere ritenuto responsabile (per colpa o altrimenti) per danni derivanti dall'utilizzo delle informazioni e delle opinioni in esso riportate. Il presente documento ha esclusivamente finalità informative e non può essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi, né pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi finalità. Questo documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio, né intende sollecitare l'acquisto o la vendita dei titoli in oggetto. I destinatari del presente documento sono vincolati ad osservare le limitazioni sopra riportate.

Maila Bozzetto
Davide Vivian
 Consulenza Finanziaria Indipendente

Via Rialto, 5 – Marostica (VI)
 Tel. 0424 72830

www.imad2.it