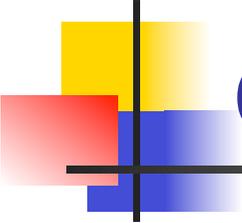


# Il riacquisto di azioni proprie

---

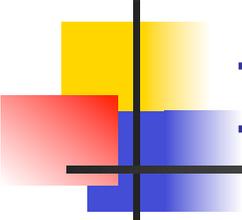
Dott.ssa Roberta Pace  
Università degli Studi dell'Aquila  
a.a. 2017-2018



## Gli obiettivi

---

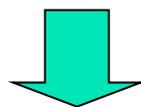
- Analizzare le diverse forme di riacquisto di azioni proprie
- Capire le motivazioni alla base del ricorso a simili operazioni
- Studiare le costruzioni teoriche elaborate sul tema
- Valutare la capacità dei *buy-back* di contribuire alla crescita di valore



# Il riacquisto di azioni proprie

---

Capitale sociale come fonte di finanziamento insostituibile

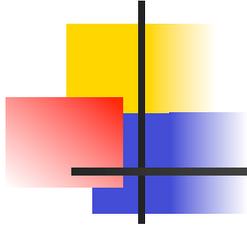


Necessità di remunerare adeguatamente gli azionisti per trattenere capitale



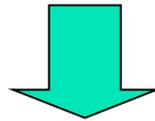
Entità e ripartizione temporale delle remunerazioni variabili in funzione di:

- ✓ Scelte manageriali (politica dei dividendi, autofinanziamento)
- ✓ Andamento del valore di mercato del titolo
- ✓ Operazioni di compravendita sul titolo

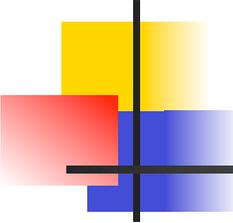


Il dividendo è una delle principali forme di remunerazione degli azionisti, ...

... ma sicuramente non l'unica



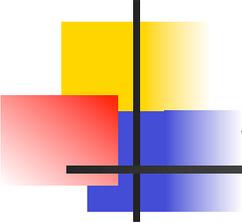
*Riacquisti di azioni proprie come  
meccanismi di remunerazione degli azionisti*



## Cos'è il riacquisto di azioni proprie?

Il riacquisto di azioni proprie o *buy-back* o *share repurchase* è una procedura attraverso la quale una società riacquista le sue stesse azioni da altri azionisti pagando un corrispettivo (generalmente in forma monetaria) che può essere uguale o superiore al valore di mercato del titolo.

- ✓ Operazione molto diffusa nei paesi anglosassoni
- ✓ Recentemente attuata in diverse realtà aziendali italiane

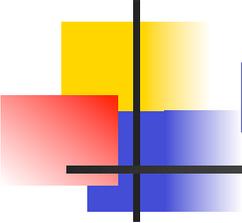


## *Buy back* e dividendi

---

Molti aspetti in comune ma anche significative divergenze:

1. Trattamento tributario
2. Conseguenze in termini di mantenimento o alterazione degli equilibri di potere
3. Buy back come strategia di difesa nei confronti di scalate ostili

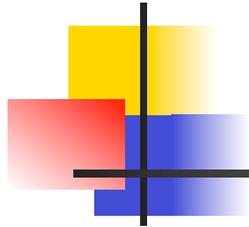


# La normativa in Italia: cenni

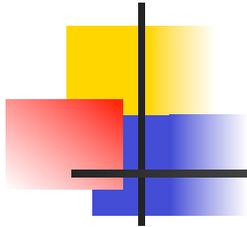
---

## Artt. 2357 e ss. del codice civile

- a. La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili
- b. Possono essere acquistate solo azioni interamente liberate
- c. L'acquisto di azioni proprie deve essere autorizzato dall'assemblea
- d. Il valore nominale delle azioni acquistate non può eccedere la decima parte del capitale sociale
- e. Gli amministratori non possono disporre delle azioni proprie acquistate, se non previa autorizzazione dell'assemblea

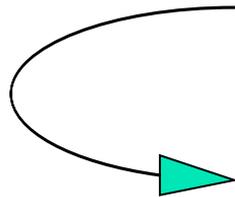


- f. Finché le azioni restano di proprietà della società:
  - ✓ Il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni
  - ✓ Il diritto di voto è sospeso
- g. Deve essere costituita una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie da iscrivere nell'attivo dello stato patrimoniale finché le azioni non sono trasferite o annullate

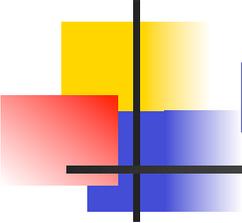


## Art. 132 Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria:

Gli acquisti di azioni proprie effettuati da società quotate devono essere attuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti



Disposizione non applicabile agli acquisti di azioni proprie possedute da dipendenti della società emittente, di società controllate o della società controllante

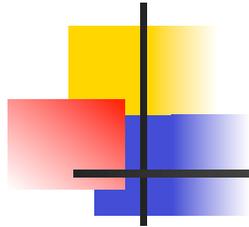


# Le diverse forme di *share repurchase*

---

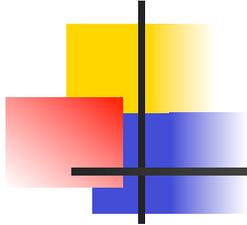
## *1. Offerta pubblica di acquisto a prezzo fisso*

- ✓ Riacquisto eseguito tramite OPA
- ✓ Prezzo fissato in sede di definizione dell'offerta
- ✓ Prezzo OPA > prezzo di mercato
- ✓ Definizione del periodo di validità dell'offerta
- ✓ Definizione del numero massimo di titoli riacquistabili
- ✓ Indicazione delle procedure da attivare nel caso in cui il numero di titoli offerti dagli azionisti risulta superiore o inferiore a quello stabilito



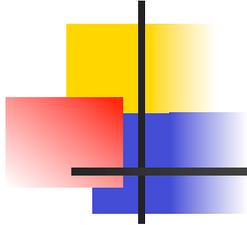
## *2. Offerta pubblica di acquisto con asta olandese*

- ✓ Riacquisto eseguito tramite OPA
- ✓ Prezzo variabile entro un intervallo definito
- ✓ Definizione del limite massimo di acquisti effettuabili
- ✓ Il prezzo finale è esteso a tutti i partecipanti



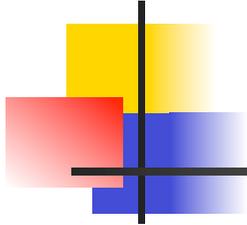
### *3. Riacquisti a mercato aperto (open market repurchase)*

- ✓ La società acquista, attraverso un broker, le azioni direttamente sul mercato
- ✓ La società si garantisce l'anonimato nei confronti dei soci
- ✓ Prezzo di acquisto = prezzo di mercato
- ✓ Nessun limite di tempo fissato



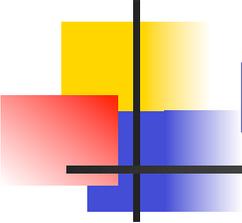
#### 4. *Transferable put right*

- ✓ Opzione di vendita (*put*) assegnata ai soci
- ✓ Determinazione del prezzo di esercizio dell'opzione, della data di inizio e del periodo di durata
- ✓ Opzioni scambiate in appositi mercati secondari
- ✓ Tipologia innovativa, ma poco diffusa



## *5. Riacquisti nei confronti di specifici segmenti di compagine azionaria*

- ✓ Non è garantita la parità di trattamento tra gli azionisti
- ✓ Offerta indirizzata a specifiche categorie di azionisti
- ✓ Accordo realizzato senza intermediari tra società acquirente e azionista
- ✓ Riconoscimento di un prezzo sul prezzo

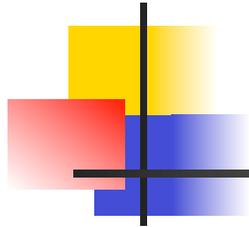


# L'evoluzione nel tempo

---

## *Stati Uniti*

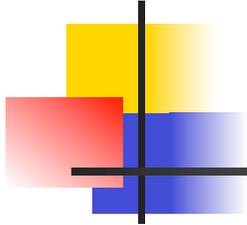
- ✓ Forte crescita dei *buy back* negli anni '80
- ✓ Conferme da articoli e test empirici
- ✓ Articolo di Fama e French (2001) offre possibili spiegazioni:
  - Trattamento tributario favorevole ai *buy back* (problema del *dividend puzzle*)
  - *Buy back* come meccanismo per avere la disponibilità di azioni da impiegare in altre operazioni (es. *stock option*, fusioni, ecc.)
  - Maggiore disponibilità di risorse monetarie da distribuire



## *Regno Unito*

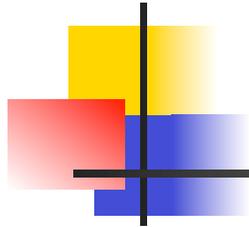
### Articolo di Rau e Vermaelen (2002)

- Sviluppo dei *buy back* dovuto principalmente alle preferenze fiscali degli azionisti (in particolare dei fondi pensione)
- Netta prevalenza di operazioni realizzate sul mercato aperto
- Trend evolutivo dei *buy back* varia in funzione delle modifiche della normativa tributaria



## Articolo di Oswald e Young (2004)

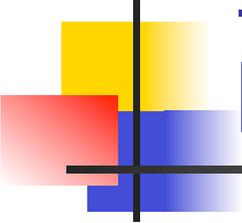
- Critiche allo studio precedente (campione analizzato troppo ristretto)
- Crescita della frequenza di *buy back*
- Forte peso dei *buy back* nei mercati finanziari
- Trend crescente senza particolari punti di flessione o picchi



## *Italia*

Articolo di Arosio, Bigelli e Peleari (2000)

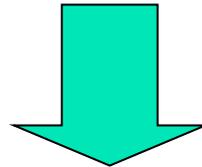
- Analisi degli *open market repurchase*
- Due variabili: n° operazioni annunciate e % di società quotate con azioni proprie in portafoglio
- 1° variabile: non evidenzia una tendenza precisa ma permette di individuare due sottoperiodi
- 2° variabile: tendenza crescente ben definita



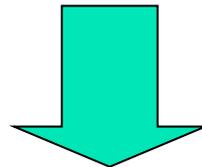
# Il *buy back* secondo il modello di Modigliani e Miller

---

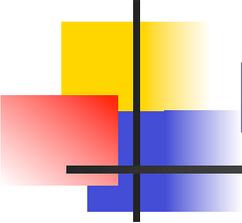
Assoluta similitudine *sul piano finanziario* tra distribuzione di dividendi e riacquisti di azioni proprie



Possibilità di applicare ai *buy back* i modelli teorici elaborati sulla politica dei dividendi



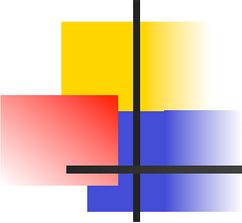
Modigliani e Miller



## Le assunzioni del modello...

---

1. Assenza di grandi investitori
2. Efficienza informativa
3. Assenza di costi di transazione
4. Assenza di imposte
5. Investitori razionali
6. Assenza di costi di agenzia
7. Assenza di incertezza

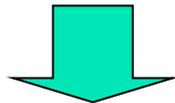


## ... e le conseguenze che ne derivano

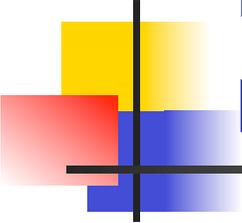
---

Irrilevanza della politica dei dividendi ai fini della crescita di valore delle imprese

Una strategia finanziaria (come la politica dei dividendi) crea valore per l'impresa solo se non può essere riprodotta a costi uguali o inferiori dai soci



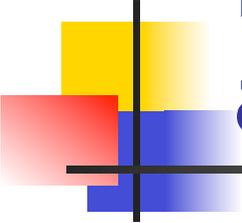
In un mercato efficiente e senza costi di transazione né arbitraggi, le politiche finanziarie sono irrilevanti ai fini del valore



# Le assunzioni del modello ed il mondo reale

---

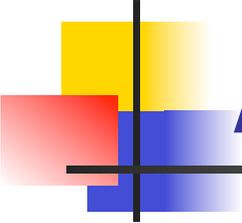
	Verificata?
1. Assenza di grandi investitori	NO
2. Efficienza informativa	NO
3. Assenza di costi di transazione	NO
4. Assenza di imposte	NO
5. Investitori razionali	NO
6. Assenza di costi di agenzia	NO
7. Assenza di incertezza	NO



# Perché il modello MM è ancora attuale?

---

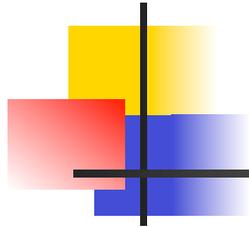
- ✓ Valore storico del modello
- ✓ Presenza di necessari e chiari presupposti
- ✓ Teoria come monito nei confronti di chi ritiene che per creare valore siano sufficienti semplici strategie finanziarie



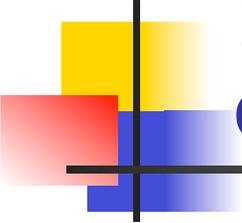
# Analisi teoriche sul *buy back*

---

1. Strumento di segnalazione della sottovalutazione di un titolo
2. I costi di agenzia del capitale proprio
3. L'imposizione fiscale
4. Buon investimento
5. Costi di transazione
6. I *trade-off* non di natura fiscale tra dividendi e riacquisti
7. Preferenza per i riacquisti in caso di *executive stock option*



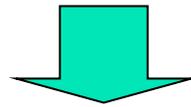
8. Conflitti tra azionisti e tra azionisti e creditori
9. Manipolazione dell'EPS
10. Strumento per migliorare gli indici di redditività
11. Meccanismo anti-scalata
12. Supporto e stabilizzazione del prezzo di mercato
13. Il ruolo della liquidità



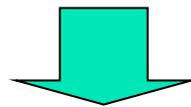
# 1. Il *buy back* come strumento di segnalazione della sottovalutazione di un titolo

---

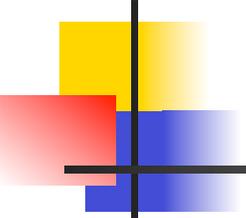
Sottovalutazione del titolo



Necessità di adeguare il valore di mercato al  
valore effettivo



Problema di comunicazione...

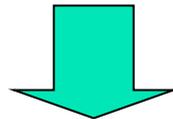


... ma la sola comunicazione di informazioni riservate, è sufficiente?

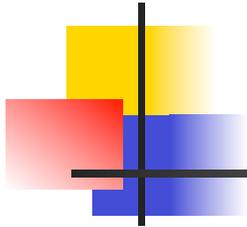
---

No, perché

- Informazioni positive possono essere divulgate da tutte le società, anche da quelle che in realtà non hanno informazioni positive al loro interno. Gli investitori non possono sapere se le informazioni sono vere o false
- Diffondere informazioni costa e una "cattiva" società potrebbe non avere la convenienza a farlo



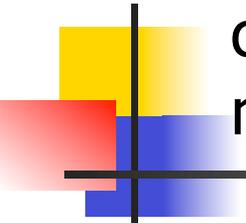
Ricorso alla politica dei dividendi  
come segnale



MM intuirono che un aumento dei dividendi implica un rafforzamento dell'immagine della società e dunque un aumento del prezzo delle azioni

Successivamente vennero formalizzate alcune teorie al riguardo fondate sulla credibilità del segnale dato dai dividendi, in quanto costoso

1. Aumento dividendi molto costoso  $\Rightarrow$  riduzione di risorse interne  $\Rightarrow$  aumento oneri finanziari
2. Aumento dividendi  $\Rightarrow$  impossibilità di perseguire tutte le opportunità di investimento  $\Rightarrow$  riduzione di valore



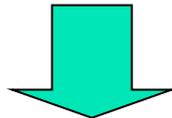
Per i *buy back*, una delle motivazioni più frequenti consiste proprio nella volontà di segnalare al mercato una sottovalutazione dei titoli

---

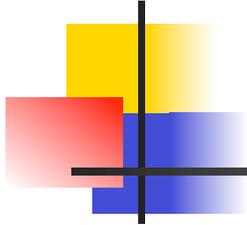
### *Modello di Vermaelen (1984)*

Condizioni:

- ✓ Solo *buy back* eseguiti tramite OPA
- ✓ Coincidenza di interessi tra azionisti e management
- ✓ I dirigenti non partecipano all'OPA



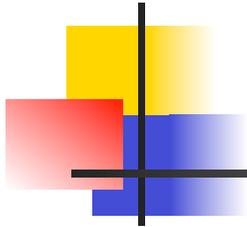
Il *buy back* è un forte segnale di sottovalutazione ed ha senso solo quando il valore reale del titolo è superiore al valore di mercato



Le variabili che influenzano il livello di apprezzamento del titolo dopo il lancio del riacquisto sono:

- ✓ Percentuale di azioni di proprietà del management
- ✓ Dimensione dell'offerta
- ✓ Dimensione del premio

Difficoltà di definire un modello valido anche nell'ipotesi di riacquisti eseguiti sul mercato aperto



## *Modello di Jagannathan e Stephens*

Società grandi e mature



*Buy back* frequenti con rinnovi



*Buy back* come forma di remunerazione

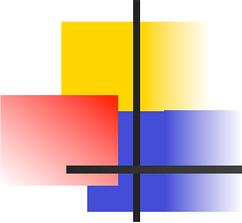
Società piccole e non stabili



*Buy back* solo se necessari



*Buy back* come strumento di segnalazione di sottovalutazione

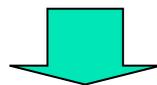


---

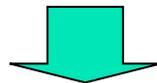
## *Modello di Ofer e Thakor*

Condizioni:

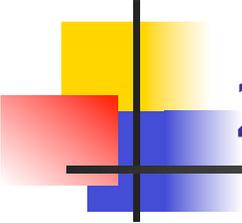
- ✓ I manager possiedono elevati pacchetti azionari
- ✓ I manager sono avversi al rischio
- ✓ I manager non partecipano al *buy back*



I manager preferiscono remunerare i soci con i dividendi piuttosto che con i *buy back*



I *buy back* presentano un costo maggiore per i manager e dunque il loro valore segnaletico è maggiore



## 2. I costi di agenzia del capitale proprio

---

*Articolo di Jensen e Meckling (1976)*

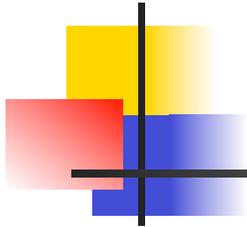
Conflitto tra azionisti e manager

Utilità funzione del valore  
economico dell'azienda

Utilità funzione di altre  
variabili

Costi di agenzia del capitale proprio

- ✓ Rischio di non perseguire la massimizzazione del capitale economico
- ✓ Costi di monitoraggio dell'attività del management

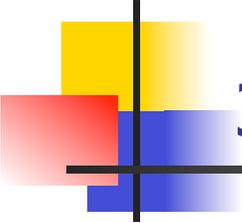


Altre forme di costi di agenzia:

- ✓ Costi di agenzia del debito → Conflitti tra azionisti e creditori
- ✓ Costi del conflitto tra azionisti di maggioranza e di minoranza

→ *Relazione tra riacquisti di azioni proprie e costi di agenzia del capitale proprio*

Qualsiasi operazione finanziaria in grado di ridurre il *free cash flow* liberamente disponibile per il management può diminuire la discrezionalità dello stesso e attenuare i costi di agenzia



### 3. L'imposizione fiscale

---

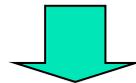
Distribuzione di risorse monetarie agli azionisti  
(dividendi o *buy back*)



Aumento del grado di *leverage*



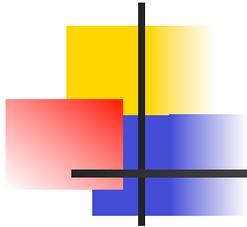
Aumento del vantaggio fiscale



Secondo Modigliani e Miller la struttura finanziaria  
ottimale è composta solo da debiti



Non si considerano i costi derivanti dal rischio  
finanziario



---

Esiste un mix ottimale di fonti che garantisce il massimo livello di benefici fiscali



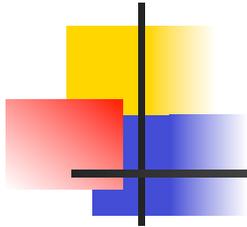
Riacquisto di azioni proprie



Aumento del *leverage*



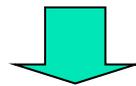
Ricorso al *buy back* solo per imprese non sufficientemente indebitate



La scelta tra *buy back* e dividendi dipende anche dal sistema di tassazione previsto per le due operazioni

Negli USA sono favoriti i *buy back* ...

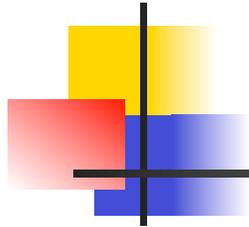
.... E allora perché si continuano a distribuire dividendi?



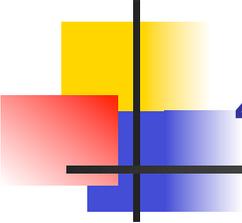
*Dividend puzzle*



*Dividend clientele* (Modigliani e Miller, 1961)



Secondo il modello di Allen, Bernardo e Welch (2000) i dividendi esistono ancora perché avvantaggiano fiscalmente alcune categorie di azionisti come gli investitori istituzionali



## 4. Il riacquisto come buon investimento

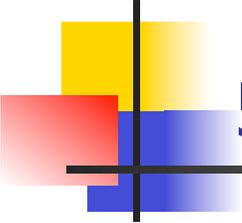
---

L'investimento in azioni proprie può creare valore in funzione del vantaggio informativo che la società ha nei confronti di altri operatori

La società sa se le azioni sono sottovalutate o meno

→ *Ikenberry e Vermaelen (1996)*

Un *open market repurchase* fa aumentare il valore economico della società perché è assimilabile ad una opzione con valore positivo

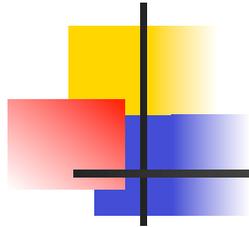


## 5. I costi di transazione

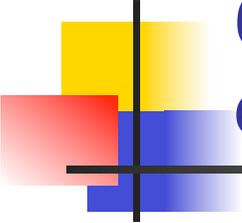
---

Il riacquisto di azioni proprie può portare a ridurre i costi di transazione in quanto le azioni acquistate possono essere impiegate in modi diversi:

- ✓ Acquisizioni
- ✓ Alleanze
- ✓ Cessione della società
- ✓ Fusioni
- ✓ *Stock option*
- ✓ Cessione di azioni ai dipendenti
- ✓ Cessione di azioni ad altri soggetti



- ✓ Raccolta di capitale proprio
- ✓ Raccolta di capitale di credito
- ✓ Recesso e liquidazione di un socio
- ✓ Annullamento delle azioni
- ✓ Riacquisto da azionisti di piccole dimensioni per ridurre i costi fissi derivanti dalla gestione dei soci



## 6. I *trade off* non di natura fiscale tra riacquisti e dividendi

---

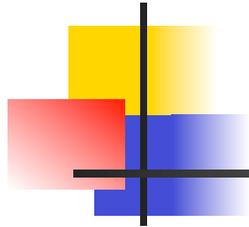
La distribuzione di risorse monetarie dipende dalla disponibilità

✓ Quantitativa e

✓ Qualitativa

delle risorse stesse

→ Lintner (1965) afferma che la politica dei dividendi deve essere stabile. Se il management vuole distribuire più risorse promuove un *buy back*



Brennan e Thakor (1990)

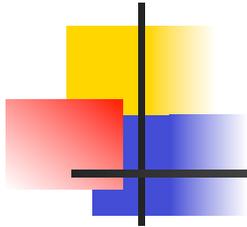
Il *buy back* è vantaggio solo fiscalmente, ma i dividendi lo sono sotto il profilo dell'acquisizione delle informazioni

Partecipare ad un riacquisto richiede la ricerca e la disponibilità di maggiori informazioni (per sapere se il titolo è sopra o sottovalutato) rispetto alle informazioni necessarie per ricevere dividendi



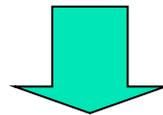
Dividendi per piccole  
distribuzioni monetarie

*Buy back* per grandi  
distribuzioni monetarie

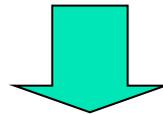


→ Chowdhry e Nanda (1994)

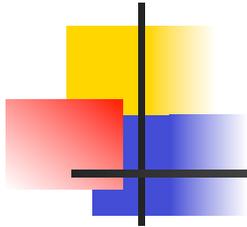
Maggiore è l'aumento del prezzo del titolo in seguito all'annuncio di un *buy back*, più risulta costosa l'operazione



Distribuzione dei dividendi costante,  
ma accantonando risorse ...

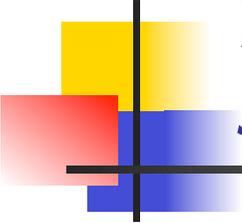


... le quali saranno impiegate nei  
riacquisti quando risultano sufficienti



## Lucas e McDonald (1998)

- ✓ Il management agisce nell'interesse degli azionisti
- ✓ Esiste un fenomeno di selezione avversa per le società che decidono di attuare un *buy back*
- ✓ Se il titolo è sottovalutato, con l'annuncio aumenta il prezzo
- ✓ Se il prezzo aumenta oltre il valore intrinseco, si ha un trasferimento di ricchezza dagli azionisti che non partecipano a quelli che partecipano al *buy back*
- ✓ Costo anche per il management

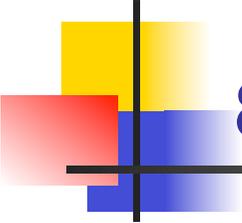


## 7. Preferenza per i riacquisti in caso di *executive stock option*

---

### *Executive stock option*

- ✓ Meccanismo di incentivo per il management
- ✓ Opzione call sulle azioni della società come parte della remunerazione
- ✓ Valore dell'opzione aumenta al crescere del valore di mercato del titolo
- ✓ La distribuzione dei dividendi riduce il valore di mercato e dunque dell'opzione
- ✓ Preferenza per i riacquisti



## 8. Conflitti tra azionisti e tra azionisti e creditori

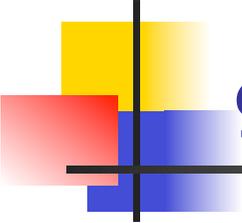
---

### *Conflitti tra azionisti*

- ✓ Esistenza di condizioni eterogenee tra i soci destinatari di riacquisti
- ✓ Coloro che non partecipano hanno un danno economico
- ✓ Trasferimento di ricchezza da coloro che non partecipano a coloro che partecipano al riacquisto

### *Conflitti tra azionisti e creditori*

- ✓ Gli azionisti possono rendere il finanziamento più rischioso
- ✓ Il *buy back* comporta un aumento del *leverage*



## 9. Manipolazione dell'EPS

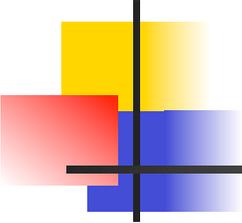
---

In un mercato non efficiente si possono “manipolare” i dati economico-finanziari per rendere il titolo più appetibile sul mercato

$$\text{EPS} = \frac{\text{Utile di periodo}}{\text{N}^\circ \text{ azioni al netto del titoli detenuti in portafoglio}}$$

### *Diluted EPS*

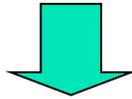
Si considerano gli effetti di diluizione che possono essere prodotti sull'utile per azione da particolari strumenti (es. obbligazioni convertibili, *stock option*)



## Manipolazione dell'EPS

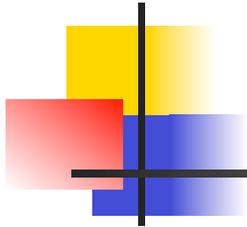
---

Operazioni difensive



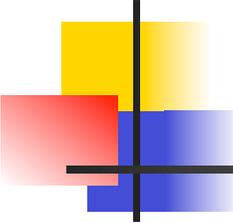
Il riacquisto di azioni proprie consente di difendere il valore dell'EPS e del *diluted EPS*

Incremento dell'EPS



Occorre considerare alcuni aspetti:

1. Qualità degli investimenti correnti
2. Razionalità di azionisti e investitori
3. Rischiosità delle attività cedute per eseguire il *buy back*
4. Prezzo di vendita di tali attività
5. Prezzo del riacquisto dei titoli



## 10. Strumento per migliorare gli indici di redditività

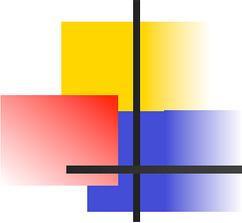
---

Il riacquisto di azioni proprie può incidere sul livello del ROI e del ROE

→ **ROI**

Impieghi		Fonti	
Liquidità	1.000.000	Capitale proprio	1.000.000
Immobilizzazioni	1.000.000	Capitale di terzi	1.000.000
<i>Tot.</i>	<i>2.000.000</i>	<i>Tot. Capitale investito</i>	<i>2.000.000</i>

Se si ipotizza un riacquisto pari al 10% del capitale si possono avere tre casi diversi

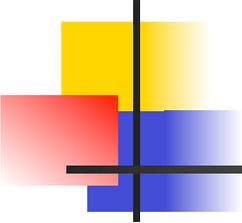


*1° caso: nessun effetto sul ROI*

Impieghi		Fonti	
Liquidità	900.000	Capitale proprio	900.000
Azioni proprie	100.000	Riserva acquisto az. proprie	100.000
Immobilizzazioni	1.000.000	Capitale di terzi	1.000.000
<i>Tot.</i>	<i>2.000.000</i>	<i>Tot. Capitale investito</i>	<i>2.000.000</i>

*2° caso: annullamento azioni e aumento del ROI*

Impieghi		Fonti	
Liquidità	900.000	Capitale proprio	900.000
Immobilizzazioni	1.000.000	Capitale di terzi	1.000.000
<i>Tot</i>	<i>1.900.000</i>	<i>Tot. Capitale investito</i>	<i>1.900.000</i>

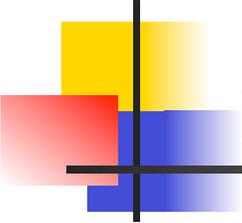


*3° caso: ricorso all'indebitamento e riduzione del ROI*

Impieghi		Fonti	
Liquidità	1.000.000	Capitale sociale	900.000
Azioni proprie	100.000	Riserva acquisto az. proprie	100.000
Immobilizzazioni	1.000.000	Capitale di terzi	1.100.000
<i>Tot.</i>	<i>2.100.000</i>	<i>Tot capitale investito</i>	<i>2.100.000</i>

→ ROE

$$ROE = \left[ \frac{D}{E} (ROI - ROD) + ROI \right] (1 - \tau)$$

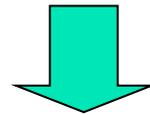


## 11. *Buy back* come meccanismo anti-scalata

---

La possibilità di attuare scalate ostili dipende dal sistema di *corporate governance* vigente

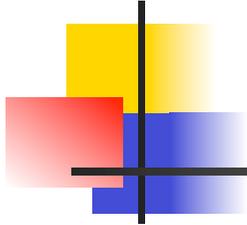
Il riacquisto di azioni proprie può bloccare possibili scalate



### *Greenmail buy back*

*Buy back* diretto espressamente agli azionisti che stanno tentando la scalata

Un *buy back* può essere attuato anche nei confronti di potenziali scalatori o di soci che pongono in essere azioni di disturbo

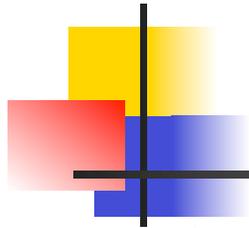


### Problematiche:

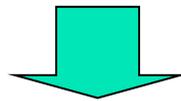
- ✓ Comportamenti discriminatori nei confronti di altri azionisti
- ✓ Riduzione dell'efficacia del mercato nel controllare l'operato del management

Un *greenmail* è in genere associato ad un accordo (*standstill agreement*):

Il socio, in cambio di una controprestazione, si impegna a non eseguire acquisti di azioni della società per un certo periodo

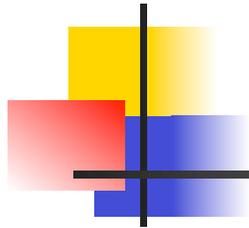


➔ Maggiore è il valore attribuito dai soci alle azioni possedute (*reservation price*) minore è la probabilità che una scalata abbia successo



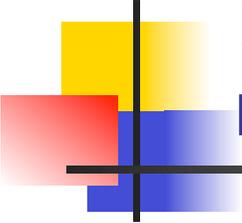
Il *buy back* può far aumentare il *reservation price*

- ➔ Una scalata può essere contrastata anche rafforzando, con un *buy back*, il potere nelle mani di chi controlla la società
- ➔ Un *buy back* può anche contribuire ad accrescere il livello del *leverage*, portando la struttura finanziaria vicino ad un livello ottimale e rendendo più difficile una scalata



*Poison pills*

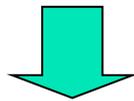
Attraverso il *buy back* si rende l'azienda meno appetibile agli occhi dei potenziali scalatori



## 12. Supporto e stabilizzazione del prezzo di mercato

---

Interesse dell'impresa a incrementare il valore di mercato dei propri titoli

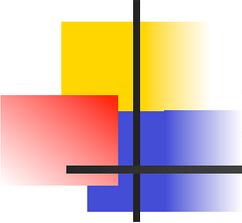


Ricorso al riacquisto di azioni proprie

Interesse dell'impresa a ridurre la volatilità del prezzo dei titoli



Ricorso al riacquisto di azioni proprie



## 13. Il ruolo della liquidità

---

Un titolo è liquido quando le operazioni di compravendita eseguite su di esso avvengono rapidamente a a costi bassi

Costi:

✓ Commissioni

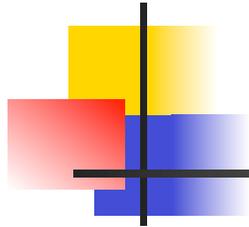
✓ *Bid-ask spread*

Indicatore della  
liquidità di un titolo

Prezzo di acquisto (prezzo lettera o *ask*)  
superiore al prezzo di vendita (*bid* o  
prezzo denaro)

✓ Ordini senza limite di prezzo

✓ Ordini con limite di prezzo → favoriscono la liquidità del mercato



## Due componenti del *bid-ask spread*

Profitto

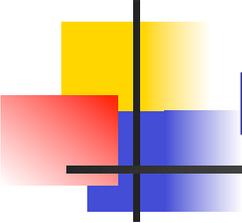
Aumenta all'aumentare  
del potere contrattuale  
del fornitore di liquidità

Costi

Aumentano all'aumentare  
del tempo di detenzione dei  
titoli presso il fornitore di  
liquidità

➔ Barclay e Smith (1998)

- ✓ Minore liquidità in caso di riacquisti (*information asymmetry hypothesis*)
- ✓ Maggiore liquidità in caso di riacquisti (*compentine market maker hypothesis*)



# L'evidenza empirica

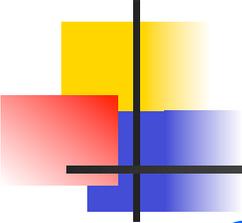
---

## 1. L'effetto annuncio di un riacquisto sul rendimento anormale di breve periodo

Ogni ricerca empirica conferma l'esistenza di un rendimento anormale di breve periodo positivo e statisticamente significativo in occasione dell'annuncio di un *buy back*

## 2. L'effetto annuncio di un riacquisto sul rendimento anormale di lungo periodo

Molti studi mostrano un rendimento anormale positivo di lungo periodo dopo un annuncio di *buy back* e ciò implica l'inefficienza del mercato



---

### 3. Il rendimento anormale nel periodo precedente il riacquisto

I lavori empirici confermano l'esistenza di una consistente sottovalutazione del titolo prima dell'annuncio di un riacquisto

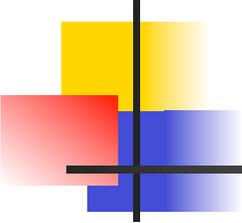
### 4. Analisi *cross section* del rendimento anormale e del volume dei riacquisti

Variabili dipendenti:

- ✓ Rendimento anormale
- ✓ Volume riacquisti

Ipotesi teoriche:

- ✓ Sottovalutazione del mercato
- ✓ Costi di agenzia del capitale proprio



---

## 5. Variazione dei risultati economici

Analisi dell'andamento di diverse variabili:

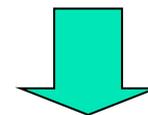
✓ EPS

✓ Reddito operativo

✓ Reddito netto

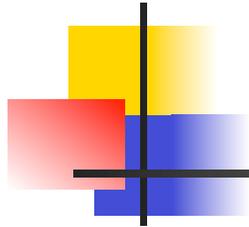


Non sono tempestivi



Media delle previsioni degli  
analisti sull'EPS

L'evidenza empirica mostra un miglioramento  
delle performance aziendali dopo il riacquisto



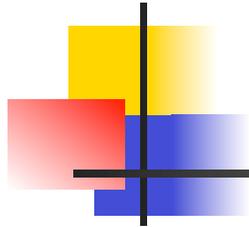
## 6. Ottimizzazione della struttura finanziaria

La maggior parte degli studi empirici conferma che le imprese che annunciano un *buy back* hanno un livello di indebitamento inferiore rispetto a quello ottimale

Ci sono anche risultati opposti

## 7. Flussi di cassa temporanei e permanenti

Le imprese preferiscono ricorrere al riacquisto in caso di flussi di cassa non sostenibili nel tempo, ma solo temporanei



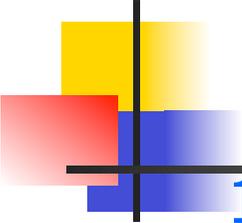
## 8. *Le executive stock option*

La ricerca conferma che in presenza di opzioni attribuite al management si ricorre con maggiore frequenza ai riacquisti di azioni proprie

## 9. *Trasferimenti di ricchezza tra diverse categorie di stakeholder*

L'evidenza empirica conferma che i riacquisti sono attuati anche per avvantaggiare gli azionisti di controllo rispetto a quelli di minoranza

Ci sono conferme anche in merito al tentativo di danneggiare i creditori



## 10. La variabile utile per azione

I riacquisti possono essere attuati per modificare l'utile per azione diluito

## 11. Effetti prodotti dai riacquisti anti-scalata sulla ricchezza degli azionisti

→ Ricerca di Dann e De Angelo (1983)

Il riacquisto danneggia i soci non partecipanti

→ Ricerca di Badley e Wakeman

*Buy back* verso tutti gli azionisti

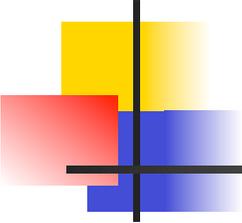


Rendimento positivo

*Buy back* verso grandi azionisti  
ma non di controllo



Effetto negativo



---

## 12. Effetti prodotti dai riacquisti sulla liquidità del mercato

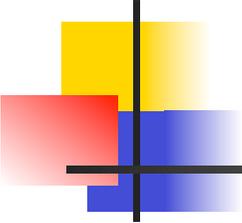
→ Ricerca di Barclay e Smith (1988)

Riduzione della liquidità dei titoli coinvolti nel riacquisto

## 13. Consistenza quantitativa dei programmi di *open market repurchase*

→ Ricerca di Stephens e Weisbach (1988)

La percentuale media di azioni riacquistate si attesta il 74% e l'82% (imprese statunitensi)



---

## 14. Opinione dei manager

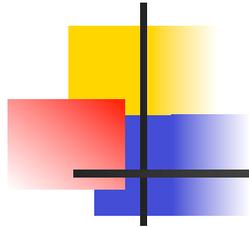
Analisi fondate su questionari



Ricerca di Baker, Gallagher e Morgan (1981)

I manager dichiarano di attuare i riacquisti per:

1. Sottovalutazione del titolo
2. Fronteggiare piani di *stock option*
3. Fronteggiare scalate
4. Migliorare l'EPS



Ricerca di Wansley, Lane e Sarkar (1989)

I manager dichiarano di attuare i riacquisti per:

1. Sottovalutazione del titolo
2. Distribuzione di liquidità agli azionisti
3. Segnalazione di migliori prospettive reddituali