

L'INCHIESTA / LA FABBRICA DELLE DISEGUAGLIANZE
Buyback, insider e hedge funds l'altra faccia della vittoria di Trump

Un banchetto da 4mila miliardi che ha «ingrassato» Wall Street

di **Claudio Gatti**

Aumento dell'ineguaglianza, perdita di posti di lavoro di qualità e frustrazione elettorale. Da tempo questi tre fenomeni agitano l'America, ma nel novembre scorso la loro accelerazione e confluenza ha reso possi-

bile il più straordinario sviluppo della sua storia elettorale: l'avvento di Donald J. Trump alla Casa Bianca.

Un'inchiesta condotta da il Sole 24 Ore fa emergere una singola causa che, direttamente o indirettamente, ha contribuito

a tutti e tre quei fenomeni. Parliamo della sregolata supremazia della finanza sull'industria e, più in particolare, di un fenomeno che ha alimentato la cannibalizzazione finanziaria delle grandi aziende Usa.

Servizi > pagina 8

Quel «banchetto» da 4mila miliardi che ha ingrassato Wall Street

La Corporate America spinge i titoli a danno degli investimenti

Dietro la vittoria di Trump

Il tycoon ha capitalizzato la protesta contro il «tradimento» di Wall Street

AUMENTANO LE DISEGUAGLIANZE

A beneficiare del drenaggio sono stati soprattutto i top manager e gli hedge fund, ai danni del settore manifatturiero e degli investimenti produttivi

di **Claudio Gatti**

Dove sta andando l'America? E quali sono le cause di un movimento tettonico quale il passaggio di consegne alla Casa Bianca del prossimo 20 gennaio?

Non è certamente facile trovare una risposta sintetica. Ma un'inchiesta condotta da il Sole 24 Ore nei due mesi successivi alla vittoria elettorale di Donald Trump fa emergere una singola causa che, direttamente o indirettamente, ha contribuito a tutti e tre i fenomeni che stanno agitando gli Stati Uniti sul piano sociale, economi-

La strategia

Nell'ultimo decennio la bussola dei big Usa è stata assicurare un premio agli azionisti

co e politico. Ci riferiamo, rispettivamente, all'aumento dell'ineguaglianza, alla perdita di posti di lavoro di qualità e alla conseguente frustrazione elettorale.

Quella singola causa è riassumibile in quattro parole: incondizionata supremazia degli azionisti. Ci riferiamo alla teoria finanziaria elaborata tra la seconda metà degli anni 70 e la prima metà degli anni 80 dagli economisti Michael Jensen, William Meckling e Eugene Fama, secondo la quale la mission di un'azienda è di massimizzare i profitti per i suoi azionisti. Non basta, abbiamo individuato anche un evento che ha dato una straordinaria accelerazione a quel processo. È avvenuto il 17 novembre 1982, quando il presidente della Security exchange commission (Sec), l'autorità di vigilanza del mercato finanziario americano, ha adottato la regola 10B-18, una norma ai più sconosciuta che, nell'ambito della politica di deregolamentazione voluta dall'allora presidente



Ronald Reagan, ha di fatto legalizzato, senza regolamentarlo rigidamente, l'acquisto di azioni proprie da parte di società quotate in Borsa, in inglese buyback.

Quella norma, in deroga a mezzo secolo di restrizioni anti-speculative, è stata voluta da John Shad, primo banchiere d'affari chiamato a presiedere la Sec. Nella sua veste di vicepresidente della finanziaria d'investimento E. F. Hutton & Company, Shad aveva gestito operazioni di fusione o acquisizione per miliardi di dollari, e con una regola di poco più di 50 parole ha spianato la strada a quella che William Lazonick, economista dell'Università del Massachusetts a Lowell, ritiene sia la più travolgente forma di manipolazione finanziaria della storia.

Con il lasciapassare di quella regolina, secondo Lazonick, in questi ultimi 35 anni è stato cannibalizzato il settore manifatturiero dell'economia americana, settore che più di ogni altro aveva alimentato la prosperità del dopoguerra, ed è stata favorita la concentrazione nelle mani di pochissimi di una ricchezza un tempo distribuita tra colletti bianchi e blu, dirigenti, azionisti, indotto e comunità circostanti.

A beneficiare più di chiunque altro della 10B-18 sono stati i grandi speculatori - scalatori finanziari ed hedge fund - che nel corso di questi anni hanno dirottato migliaia di miliardi di profitti dalle casse delle grandi aziende alle proprie, approfittando anche della politica di stimolo finanziario fatta di tassi azzerati e quantitative easing con cui la Federal Reserve ha fronteggiato la crisi del 2008. Più che prendere denaro in prestito per fare nuovi investimenti in ricerca & sviluppo, capacità produttiva o formazione professionale, le grandi corporation americane hanno infatti preferito indebitarsi per finanziare centinaia di miliardi di dollari in buyback.

Tra il 2005 e il 2015, le aziende dell'indice S&P 500 hanno speso oltre 4 mila miliardi di dollari in buyback, in aggiunta ai 2,500 miliardi pagati in dividendi, e nel 2015 questo trasferimento di ricchezza dalle aziende e le loro comunità agli investitori, e soprattutto agli speculatori, è arrivato a toccare il 115% dei profitti al netto delle tasse. A sostenerlo non sono stati solo gli utili aziendali, ma anche un forte aumento dell'indebitamento. Secondo un recente studio di Standard & Poor's, negli ultimi anni il debito delle maggior aziende Usa è salito di 2 mila miliardi, passando da meno di 4 mila miliardi della fine 2010 a circa 7 mila alla fine del 2015.

Per capire il fenomeno, basta guardare a cosa è successo con uno dei più grandi gioielli della corona "corporate" americana, Apple. Nel mondo della new economy, la società che fu di Steve Jobs ha preso il posto avuto da quella fondata da Henry Ford nella vecchia economia industriale. Con una differenza: Apple è allo stesso tempo più redditizia e meno generosa nella condivisione dei profitti di quanto non sia stata Ford.

Negli anni 30 Ford impiegava più di 100 mila persone in un singolo stabilimen-

to, quello di River Rouge, in Michigan. In America Apple invece produce molto poco. Per via delle pressioni al ribasso della globalizzazione, l'azienda di Cupertino preferisce far svolgere quel compito a Foxconn, il gigante taiwanese dell'outsourcing hi-tech che solo nel suo centro produttivo di Shenzhen, nel sud della Cina, occupa 140 mila persone. Ovviamente pagate una frazione del compenso degli operai della Ford.

Ma Apple non esce bene da confronto con la Ford neppure sul fronte dei dipendenti americani. Mentre Ford permetteva a tutti di vivere l'American dream, con stipendi di riguardo, piani pensionistici e coperture mediche, Apple compensa ottimamente i suoi ingegneri ma non la grande fetta dei circa 76 mila dipendenti americani che lavora nei negozi, per la quale il pacchetto remunerativo complessivo raggiunge meno della metà di quello dei vecchi operai della Ford.

A essere invece pagati benissimo sono i top manager. Nel 2015, tra salario, incentivi e stock option convertite, i sei in cima alla scala gerarchica hanno incassato un totale di 145 milioni.

All'estero Apple non ha dirottato solo il grosso dei suoi posti di lavoro, ma anche il grosso dei suoi profitti. Secondo i calcoli di Bloomberg News, sono quasi 200 i miliardi di dollari in cash che Apple mantiene all'estero per non pagare il 39% di tasse previsto dall'attuale legislazione fiscale americana nel caso rientrino in patria.

In buona sostanza, Apple non paga le tasse né investe in capacità produttiva nel Paese che le ha dato i natali, che ospita il suo quartier generale e che genera più profitti di qualsiasi altro.

Quello che invece ha scelto di fare è stato di trasferire ricchezza a chi ha speculato sui suoi titoli. In appena 32 mesi di crescenti investimenti nel titolo Apple, tra l'estate del 2013 e la primavera del 2016, Carl Icahn, famoso corporate raider americano, sostenitore politico e consigliere economico di Donald Trump, ha portato a casa quasi 2 miliardi in profitti.

Senza contribuire alcunché alla crescita o al bene dell'azienda, Icahn ha infatti beneficiato del programma di buyback che, anche su sua spinta, ha portato Apple a spendere 127 miliardi in acquisti di azioni proprie (in aggiunta ai circa 44,8 pagati in dividendi).

Come se non bastasse, Apple ha deciso di non pagare Icahn e gli altri investitori usando cash, bensì ha preferito emettere obbligazioni per 50 miliardi.

Quello di Apple è il caso di un'azienda che ha finora saputo reggere alla sua autocannibalizzazione finanziaria. Ma ad altre aziende del settore hi-tech non è andata altrettanto bene. Prendiamo il caso di Motorola. La serie di ambiziosi buyback avvenuta tra il 2005 e il 2007 ha dato un contributo determinante al declino tecnologico che l'ha resa lo spettro di se stessa.

Secondo il professore di Lowell, i buyback hanno azzoppato anche altri colossi del mondo hi-tech. «Cisco è stata la socie-

tà con la più rapida crescita della storia degli Stati Uniti. Oggi continua a fare profitti, ma non cresce più, e soprattutto non investe in nuovi prodotti. Dal 2002 in poi ha invece scelto di spendere oltre il 100% dei suoi utili in programmi di redistribuzione finanziaria. Stessa cosa vale per Microsoft, che per via della sua posizione monopolistica genera ancora una montagna di profitti, ma continua a tagliare i costi anziché investire proporzionalmente ai suoi utili. Nel 2015 ha ridotto di 18.000 unità la sua forza lavoro dipendenti e nel 2016 ha annunciato 40 miliardi in riacquisto di azioni proprie», osserva l'economista americano, che nel suo più recente studio ha stimato in 163 miliardi il valore totale dei riacquisti voluti invece da Ibm tra l'inizio del 2001 e il settembre scorso.

Altro gigante fortemente indebolito è Hewlett-Packard. Nel periodo tra il 1999 e il 2005, quando a gestirla è stata Carly Fiorina, Hp ha speso un totale di 14 miliardi in buyback, due miliardi in più degli utili complessivi dello stesso periodo. Nei cinque anni al timone, il suo successore Mark Hurd ne ha spesi 43 (con 36 miliardi di utili) e nel 2011 il nuovo Ad, Leo Apotheker, ne ha spesi altri 10. Il risultato finale è che Hp oggi è ritenuta dagli analisti un'azienda stanca e forse superata. Occorre far notare che Hp ha anche sprecato miliardi in acquisizioni insensate o sbagliate che non hanno beneficiato nessuno, mentre i capitali spesi in buyback, oltre che agli speculatori, sono andati anche a investitori privati e fondi pensionistici, quindi sono stati condivisi.

Il buyback in sé, come molti strumenti finanziari, non sarebbe esclusivamente nefasto. È il suo abuso che lo rende tale. E il problema è che troppo spesso i riacquisti sono stati (ab)usati dai top manager per pompare artificialmente il valore dei titoli.

Emblematiche sono le cifre di un colosso del settore della ristorazione, McDonald's. Nonostante il 2015 sia stato il terzo anno consecutivo in cui ha registrato un calo dei clienti, la catena ha puntato su un piano di rilancio basato quasi esclusivamente sullo «sviluppo del valore finanziario». Quindi maggior indebitamento e crescenti acquisti di azioni proprie. Per un totale di 30 miliardi nei tre anni tra il 2014 e il 2016. Insomma, anziché di crescere investendo, la strategia di corporation come McDonald's è stata

quella di appagare gli investitori e tener buoni speculatori e raider a suon di distribuzioni di profitti.

«Può sembrare incredibile», aggiunge Lazonick, «ma la realtà è che a partire dagli anni 80 in America sono state le aziende a fornire fondi al mercato azionario e non viceversa». In più, l'indebitamento ha cessato di svolgere quella funzione propulsiva avuta un tempo: tra il 1952 e il 1982 la media della quota-parte di ogni dollaro di profitto o di nuovo debito che andava in investimenti era di circa 40 centesimi. Dal 1983 è scesa a circa 10 centesimi.

Come abbiamo fatto già notare nel caso della Apple, oltre a investitori/speculatori gli unici altri che hanno ottenuto forti benefici dalla finanziarizzazione dell'economia e dall'uso della regola 10B-18, sono stati i top manager.

Analizzando i bilanci delle società quotate americane, Lazonick ha appurato che nei 10 anni tra il 2006 e il 2015 la parte di gran lunga maggiore del pacchetto retributivo complessivo di un top manager, la cui media annuale è passata dai 25,6 milioni di primo anno ai 32,6 dell'ultimo, è quella collegata ai titoli. Nel 2006 rappresentava circa il 73% del totale. Nel 2015 è arrivata all'82 per cento.

«È evidente come i top manager siano enormemente incentivati a far crescere il valore delle azioni delle proprie aziende», spiega Lazonick. «E la regola 10B-18, con il consenso della Sec, offre loro il migliore strumento per arricchirsi favorendo il saccheggio delle società che governano».

I dati e le analisi dell'economista di Lowell potrebbero aiutare anche a spiegare come mai la politica monetaria espansiva degli ultimi otto anni ha prodotto una ripresa insoddisfacente in termini di aumento di salari e attività economico-industriale. I tassi d'interesse azzerati hanno infatti incoraggiato l'indebitamento aziendale, ma a questo non ha seguito un pari aumento degli investimenti produttivi perché una grossa parte di quei fondi è finita ai vari Icahn.

Il massimo dell'ironia è che adesso Icahn è consigliere economico, seppur informale, di un signore arrivato alla Casa Bianca sull'onda della frustrazione alimentata proprio da quella speculazione finanziaria di cui Icahn è il più grande maestro.

<http://gradozeroblog.it>

© RIPRODUZIONE RISERVATA

GLI EFFETTI SUI TITOLI

Dal buyback all'aumento degli utili netti per azione

■ Mentre i dividendi favoriscono gli investitori che detengono - e mantengono nel tempo - i titoli di una società, il *buyback* premia gli investitori - e più spesso che non, gli speculatori - che vendono le azioni, portando benefici in modo particolare a coloro che trovano il momento giusto per operare in coincidenza di un intervento di tale iniziativa dei vertici aziendali (quindi con alto potenziale di rischio di insider trading).

Dunque, creando nuova domanda un'operazione di buyback può innanzitutto portare a un aumento del valore delle azioni, ma anche a ridurre il numero dei titoli attraverso l'annullamento di parte del circolante.

Tutto questo produce un aumento dei cosiddetti "utili netti per azione", o *earnings per share*, un'unità di valutazione della performance di una società quotata alla quale gli analisti finanziari danno molto peso.

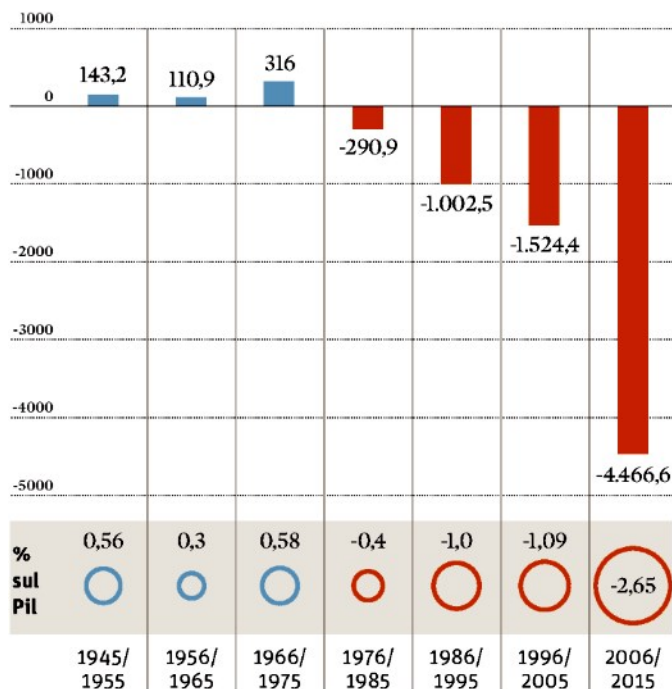
C.G.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Lo scenario

IL CROLLO DELLE EMISSIONI DI AZIONI

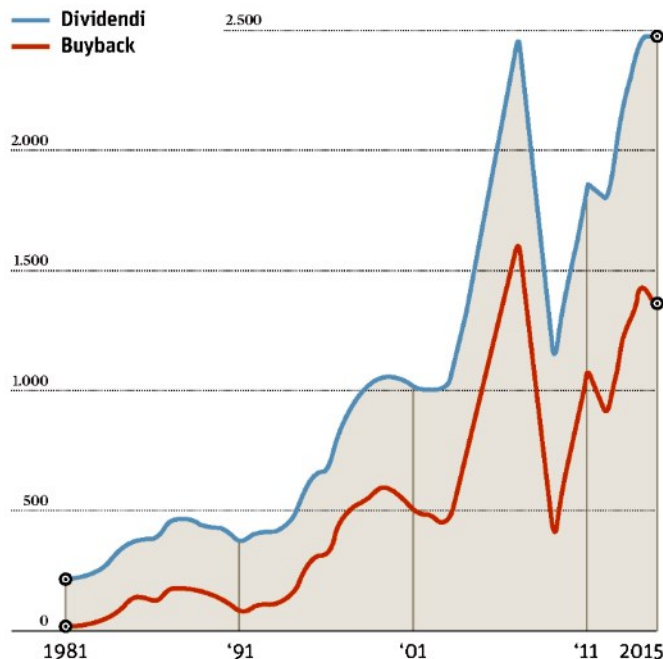
Emissioni nette di capitale azionario nell'economia americana. Dati in dollari del 2015



Fonte: Elaborazioni su dati S&P's

LA CRESCITA DI DIVIDENDI E BUYBACK

La media dei dividendi e delle operazioni di buyback. Dati in dollari del 2015 per 236 società del S&P's 500 Index nel gennaio del 2016 e quotate dal 1981 fino al 2015



Fonte: Elaborazioni su dati S&P's