

Rascumpararea actiunilor

*- ratiunea care sta la baza acestei operatiuni -
- cateva cazuri concrete -*

La fel ca majorarea de capital social cu actiuni gratuite, rascumpararea de actiuni poate fi interpretata ca o varianta la distributia de dividende. Toate cele 3 operatiuni au ca sursa rezervele societatii, adica profiturile acumulate dupa plata anuala a impozitelor si retinerea rezervei legale. De asemenea, toate 3 au efecte benefice asupra actionarilor, daca sunt facute in parametri optimi si intr-o conjunctura favorabila.

Din punct de vedere contabil, rascumpararea de actiuni inseamna diminuarea conturilor de numerar (casa sau banca) si scaderea corespunzatoare a capitalurilor proprii (contul de "actiuni proprii" diminueaza capitalurile) cu valoarea de achizitie a actiunilor racumparate, exclusiv comisioanele platite brokerului. Asadar, bilantul ramane echilibrat. Efectul asupra contului de profit si pierdere depinde de ceea ce se intampla cu actiunile rascumparate. De regula, acestea sunt anulate, distribuite gratuit salariatilor sau vandute (salariatilor sau pe bursa). In primele doua cazuri, societatea va inregistra o pierdere egala cu valoarea de achizitie a actiunilor plus comisionul brokerului. In al treilea caz, societatea inregistreaza la rezultatul final diferenta dintre pretul de vanzare si cel de rascumparare, care poate fi pozitiva (profit), negativa (pierdere) sau nula (efect 0).

Motivele care stau la baza rascumpararilor de actiuni pot fi:

1. reglarea profitului net pe actiune daca acesta a fost alterat anterior de vreo majorare de capital social sau de exercitarea unor optiuni de cumparare de catre salariati;
2. completarea politicii de dividend, atunci cand profitul din ultimul an nu permite acordarea unui dividend care sa respecte o politica stabila, conturata intr-o perioada de cativa ani;
3. compania isi vede propriile actiuni ca un proiect bun de investitii (insa poate fi si un semnal negativ ca managementul nu a gasit alte proiecte care sa aduca un randament mai mare);
4. managementul vrea sa transmita un semnal pozitiv pietei, ca prognozele sunt bune pentru companie;
5. reglarea cursului pe bursa, mai ales dupa o perioada de scaderi accentuate;
6. managementul doreste modificarea structurii capitalului, prin reducerea ponderii capitalului propriu in favoarea capitalului imprumutat;
7. compensarea salariatilor cu actiuni, in special a directorilor, masura care urmareste o convergenta intre interesele acestora si interesele actionarilor.

Metodele clasice de rascumparare de actiuni sunt:

- Cumparare la bursa, pe piata principala. Se face la preturile afisate in piata in ziua respectiva. Are avantajul flexibilitatii in alegerea momentului cumpararii si dezavantajul unei durate mai lungi pana la indeplinirea obiectivului.
- Cumpararea intregului pachet la un singur pret. Se face printr-o oferta publica de cumparare, are avantajul unei durate mai scurte si dezavantajul ca de regula se plateste o prima fata de pretul din piata.
- Cumpararea prin negociere directa. Si aici se plateste de regula o prima vanzatorului, de unde rezulta scaderea valorii pentru ceilalti actionari minoritari.

Comparativ cu dividendul, rascumpararea de actiuni la pretul din piata nu ar trebui, in mod teoretic, sa afecteze valoarea unei actiuni, mai ales daca actiunile sunt rascumparate din aceeasi sursa din care se platesc dividendele: lichiditatile companiei. Atat dividendele cat si rascumpararea diminueaza valoarea companiei prin iesirile de numerar, insa acest lucru se compenseaza prin valoarea dividendului, in prima varianta si prin reducerea numarului de actiuni, in a doua.

Rascumpararea de actiuni poate avea ca efect denaturarea unor indicatori unitari, ca profitul pe actiune sau activul net pe actiune. Profitul pe actiune va scadea in cazul in care compania imprumuta fondurile necesare rascumpararii la o dobanda mai mare decat raportul procentual dintre profit si valoarea de piata (*earnings yield*). De asemenea, activul net unitar va scadea in cazul in care pretul de rascumparare este mai mare decat activul net unitar initial (deci *price-to-book value* > 1). Si invers, daca dobanda este mai mica decat randamentul actiunilor, atunci profitul net unitar creste (si P/E scade), iar daca actiunile se rascumpara la un pret mai mic decat activul net unitar initial, atunci activul net unitar creste (deci scade P/B). Cu ajutorul acestor reguli, a caror demonstratie este cat se poate de logica, se pot evalua rapid efectele unei operatiuni de rascumparare de actiuni proprii, inainte de a se trece la calcule mai complicate.

Metoda rascumpararii de actiuni a fost folosita si de catre companiile listate la BVB, din diverse motive. Nu intr-o foarte mare masura, deoarece nu toti managerii inteleg utilitatea unor asemenea mecanisme sau nu sunt dispusi sa se "complice". In 2009 am vazut rascumparari de actiuni la 3 companii mai importante: Banca Transilvania, Armax Gaz si Teraplast. Datele principale ale operatiunilor sunt prezentate mai jos:

Companie	Nr. actiuni rascumparate	% din total actiuni	Pret mediu (lei)	Valoare (lei)	Motiv rascumparare
Armax Gaz	19.142.475	3,17%	0,0857	1.640.510	Recompensarea conducerii
Banca Transilvania	15.085.600	1,39%	0,7985	12.046.341	Conversia unor obligatiuni in actiuni
Teraplast	4.500.000	1,51%	0,3769	1.695.989	Recompensarea conducerii

Armax Gaz si Teraplast au in comun motivul pentru care au ales sa demareze un program de rascumparare de actiuni din piata: recompensarea managementului. Insa dincolo de aceasta asemanare aparenta exista cateva diferente majore.

Armax Gaz Medias

Actionarii societatii au aprobat inca de la inceputul lunii martie 2008 un program de rascumparare actiuni, pentru un volum total de 60.430.000 actiuni (acel maxim de 10% din capitalul social cat permite legea), la preturi cuprinse intre un minim de 0,1 lei si 1,5 lei, cu scopul distribuirii acestora catre salariati, **cu titlu gratuit**. Programul de rascumparare s-a incheiat in august 2009, dar nu au fost achizitionate decat 19.142.475 actiuni, adica 3,17% din capitalul social, la un pret mediu de aproximativ 0,0857 lei.

Actiunile au fost rascumparare in doua perioade, primul val fiind iulie-august 2008, cand s-au cumparat 5,17 milioane actiuni, reprezentand 11,5% din volumul total tranzactionat in acea perioada pe bursa. Rascumpararile nu au reusit sa tina cursul pe loc decat foarte putin, cursul ARAX scazand cu 29% in acea perioada, fata de 17% cat a scazut piata (indicele BET). Al doilea val de rascumparari a avut loc in perioada octombrie 2008 – februarie 2009, perioada de scaderi majore pe bursa. S-au cumparat atunci 13,3 milioane actiuni, adica 10,2% din volumul tranzactionat atunci, dar volatilitatea mai mare a actiunilor ARAX si-a spus si de aceasta data cuvantul, scaderea lor fiind de 62% in cele 5 luni, fata de 55% cat a scazut indicele BET.

Interesant este modul in care au fost distribuite cele peste 19,14 milioane de actiuni. Aproape 15 milioane de actiuni au fost alocate **presedintelui companiei si totodata actionarul principal**, Mircea Vescan, restul fiind distribuite (pachete de la 200.000 pana la 1.000.000 actiuni) directorilor. Efectul acestei operatiuni este scaderea activului net cu 795.314 lei (0,0013 lei pe actiune) in 2008 si cu 845.196 lei (0,0014 lei pe actiune), pierderi trecute in contul actionarilor minoritari. Singurii care au castigat din aceasta operatiune sunt cei care au primit actiuni cu titlu gratuit, iar presedintele companiei, in calitate de actionar principal inregistreaza un castig real de 16,7% cat este diferenta dintre pretul mediu de rascumparare si cotaia actuala din piata, de 0,1 lei.

Actionarii minoritari ar fi beneficiat mai mult de aceasta operatiune daca distributia actiunilor ar fi fost mai eterogena, mai echilibrata intre pachetele primite de catre directori, care astfel ar fi fost mai motivati sa imbunatateasca performantele financiare ale societatii, ceea ce intr-un final duce la cresterea valorii de piata. Insa in conditiile in care actionarul principal primeste cea mai mare parte din actiuni, nu poate fi vorba de compensarea managementului, deoarece in acest caz exista deja o convergenta intre management si actionariat.

Chiar daca nu e vorba de o scadere semnificativa a activului net (actiunile rascumparate in 2009 reprezinta 1,1% din capitalurile proprii de la finalul anului 2008), aceste operatiuni din care actionarii minoritari nu beneficiaza de nimic (actionarul principal al companiei nu are nevoie de o motivare suplimentara printr-un *stock option plan*), in dauna actionarilor principali, trebuie sa ridice semne de intrebare. Chiar daca este vorba de o companie atractiva prin domeniul de activitate sau prin volatilitatea ridicata, placuta speculatorilor, metoda de alocare discreționara si concentrata a actiunilor rascumparate din lichiditatile societatii (deci si ai actionarilor minoritari) nu poate sa nu trezeasca suspiciuni.

Teraplast Bistrita

Aceasta companie relativ noua pe bursa romaneasca a invatat repede regulile jocului. Recent a anuntat incheierea unui program de rascumparare de actiuni aprobat la inceputul lui decembrie 2008, program ce a vizat achizitia a 4,5 milioane actiuni la un pret maxim de 0,89 lei. Spre deosebire de Armax Gaz, acest program a fost indeplinit 100%, fiind acumulate din piata toate cele 4,5 milioane de actiuni (1,5% din numarul total de actiuni emise de societate), la un pret mediu de achizite de 0,3769 lei.

O alta mare diferenta fata de Armax Gaz este metoda de cedare a actiunilor rascumparate. Daca la compania din Medias acestea s-au acordat gratuit, Teraplast le ofera **la pretul mediu de achizitie**. Iar actiunile ramase le vinde in piata. Astfel, actionarul minoritar nu este afectat de scaderea activului net unitar decat in situatia in care ramane un numar destul de mare de actiuni nesubscrise de cei carora le sunt destinate si cursul la bursa scade sub acel pret mediu de achizitie, 0,3769 lei.

O a treia mare diferenta, poate cea mai mare, este destinatia acestor actiuni. La Teraplast exista o detasare cel putin la nivel de persoane intre consiliul de administratie (unde intra si principalii actionari, persoane fizice) si conducerea executiva, ceea ce se impaca cu regulile guvernantei corporative. Iar propunerea de rascumparare a actiunilor a fost introdusa pe ordinea de zi la cererea principalului actionar si vizeaza alocarea dreptului de cumparare de actiuni catre **membrii conducerii executive**. Deci, actionarii principali nu isi aloca singuri actiuni gratuite pe cheltuiala societatii, nici macar nu aloca actiunile cu titlu gratuit.

Conducerea executiva a Teraplast Bistrita este formata in acest moment din 6 directori, care nu se numara printre actionari (cel putin nu printre cei semnificativi), asadar functia de motivare a conducerii este indeplinita.

In mod normal, actionarul minoritar nu ar trebui sa fie afectat de aceasta operatiune, decat in situatia in care Teraplast ar vinde pe bursa actiunile nedorite de executivi, la un pret mai mic decat pretul mediu de achizitie, caz in care atat activul net cat si profitul ar scadea cu valoarea pierderii plus comisioanele de tranzactionare. Dar mai ramane posibilitatea anularii restului de actiuni (desi ar trebui convocata o noua AGA in care sa se aprobe anulara), ceea ce ar impiedica diluarea averii actionarilor minoritari. In schimb, daca directorii isi vor exercita dreptul de a cumpara aceste actiuni la un pret unitar de 0,3769 lei, atunci functia de motivare a conducerii devine valabila, iar semnalul transmis catre actionarii minoritari este unul pozitiv.

De la inceputul acestui an, principalul vanzator a fost fostul actionar principal al companiei, care a vandut actiuni reprezentand 5,4% din capitalul social al

Persoana initiata	Tranzactie	Nr. actiuni	% din cap. social	Pret mediu
Goia Dorel	cumparare	3.304.505	1,11	0,3586
Viciu Emanoil	vanzare	16.200.000	5,44	0,3532
TERAPLAST S.A.	cumparare	4.441.500	1,49	0,3729

Teraplast. In afara de societatea insasi, al doilea mare cumparator a fost chiar actualul actionar principal (care a si propus operatiunea de rascumparare), ceea ce poate fi interpretat si ca un semnal pozitiv transmis de acesta pietei. Practic, o parte din actiunile "aruncate" in piata de un actionar semnificativ au fost absorbite de catre societate, pentru programul de fidelizare/motivare a conducerii si de catre cel mai mare actionar, care astfel si-a marit detinerea.

Din punct de vedere contabil, actiunile rascumparate dar pasibile de a fi vandute la acelasi pret nu afecteaza indicatorii unitari ai societati (P/B si P/E). In cazul in care vor fi vandute pe bursa o mare parte din aceste actiuni (cazul unui interes redus din partea directorilor) sunt toate sansele ca societatea sa inregistreze profit, mai ales daca ne uitam unde a ajuns cursul in ultima parte a anului trecut, fata de pretul mediu de cumparare.



Acelasi argument este valabil si in sustinerea atractivitatii actiunilor pentru membrii conducerii. Pe de alta parte, ar fi un semnal negativ transmis pietei daca membrii conducerii nu doresc sa cumpere actiunile. Momentan actiunile sunt inregistrate in bilant ca "actiuni proprii", rubrica ce se scade din capitalurile proprii, inasa aici e necesara o ajustare care sa tina cont de faptul ca acele actiuni nu sunt destinate anularii, ci repartizarii catre alte persoane.

Administratorii Teraplast au convocat o noua AGA pentru 21 ianuarie 2010, pentru aprobarea unui nou val de rascumparari, tot pentru 4,5 milioane de actiuni si tot cu scopul distribuirii catre directori la pretul mediu de achizitie.

Nu se cunoaste inca modul de distribuire a actiunilor din primul val de rascumparari si nici ce se va intampla cu actiunile ramase pe dinafara, cele pentru care nu se depun cereri de cumparare din partea membrilor executivului. Insa asa cum a decurs pana acum, operatiunea se incadreaza in regulile de guvernanta corporativa.

Avem asadar doua cazuri diferite. O societate unde managementul, actionariatul si directoratul se confunda la nivel de top (contrar regulilor de baza ale guvernantei corporatiste) si in care managerul general (care este deci si actionarul principal) aproba ca societatea sa rascumpere actiuni din piata si sa le acorde gratuit, cea mai mare parte dintre ele tot lui. Si o societate unde managementul se confunda cu actionariatul, dar nu si cu directoratul si unde actionarul principal propune ca actiunile rascumparate sa fie vandute la acelasi pret directorilor. Chiar daca nu e vorba de sume mari ca pondere in activul net al companiilor, modul in care se deruleaza asemenea operatiuni este foarte important prin semnalele pe care le transmite pietei cu privire la conduita si perceptia actionarului principal fata de actionarii minoritari.