



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di laurea magistrale in
Economia e Finanza

Tesi di laurea

Il dividendo e il buyback nelle società quotate negli Stati Uniti d'America

Relatore

Prof. Alessandro Genovesi

Laureando

Davide Zoggia
889197

Anno accademico

2025/2026

Sommario

Introduzione	1
Capitolo 1. Il dividendo	3
1.1 La classificazione dei dividendi	3
1.2 Il meccanismo di approvazione	4
1.3 Il meccanismo di distribuzione	7
1.4 Fiscalità	9
Capitolo 2. Il riacquisto di azioni proprie	11
2.1 Classificazione	12
2.2 Il meccanismo di approvazione	13
2.3 Il meccanismo di riacquisto	13
2.4 Fiscalità	14
Capitolo 3. Il dividendo e il buyback: un confronto	16
3.1 Flusso di cassa	16
3.2 Fiscalità	17
3.3 Prezzo delle azioni	18
3.4 Contabilità	21
Capitolo 4. Analisi dell'utilizzo del dividendo e del buyback.....	23
4.1 Dividend yield e net buyback yield	23
4.2 Microsoft Corporation	25
4.3 JPMorgan Chase & Co.....	27
4.4 Exxon Mobil Corporation	29
4.5 Osservazioni	31
Capitolo 5. Confronto tra Stati Uniti d'America ed Unione Europea.....	32
5.1 Frammentazione giuridica	32
5.2 Approvazione dei soci.....	33
5.3 Cultura aziendale	34
5.4 Struttura della proprietà	35
5.5 Stock-based compensation.....	36
5.6 Spunti migliorativi	38
Conclusione	42
Bibliografia	44
Sitografia.....	46

Riferimenti normativi	47
-----------------------------	----

Introduzione

I mercati finanziari internazionali moderni sono caratterizzati dalla libera circolazione dei capitali. Una conseguenza importante di ciò è che gli investitori, il cui fine è massimizzare il ritorno del proprio capitale, tendono a investire nei mercati a loro più favorevoli. Anche per questo motivo il mercato statunitense è il mercato che attrae maggiori capitali a livello internazionale.¹ Lo scopo della presente tesi è quello di offrire un quadro delle caratteristiche del sistema di retribuzione degli azionisti nelle società quotate statunitensi, al fine di mettere in luce le principali differenze con il mercato europeo.

Prima di cominciare però, è opportuno chiarire un punto fondamentale: perché è importante che un mercato finanziario attragga capitali esteri? È importante perché un mercato che attrae capitali esteri favorisce gli investimenti e tutto ciò che è legato ad essi (come maggiori posti di lavoro e maggiori tasse versate verso lo Stato).² È quindi nell'interesse dello stato favorire un mercato che sia appetibile per gli investitori internazionali.

La struttura della tesi si presenta in questo modo: nei primi tre capitoli verranno analizzati i due strumenti principali di retribuzione degli azionisti, cioè il dividendo (capitolo 1) e il riacquisto di azioni proprie (capitolo 2). Ne discuteremo le caratteristiche, il meccanismo di approvazione nonché la fiscalità e la contabilità, concludendo con un confronto tra i due (capitolo 3). In seguito, verrà osservato l'utilizzo pratico di questi due strumenti nei mercati statunitensi (capitolo 4): quanto e come sono utilizzati da tre importanti società appartenenti ai settori più rappresentativi dell'economia statunitense. Si concluderà poi con un confronto tra gli Stati Uniti d'America e l'Unione Europea (capitolo 5), chiarendo le principali differenze economiche, politiche e fiscali, al fine di

¹ International Monetary Fund. (2026). World Economic Outlook Update, January 2026: Global Economy: Steady amid Divergent Forces.

² UNCTAD. (2025). World Investment Report 2025: Investment and the New Industrial Policy. United Nations.

mettere in luce eventuali ostacoli che riducono l'attrattività del mercato europeo rispetto al mercato statunitense.

Capitolo 1. Il dividendo

Il dividendo è lo strumento tradizionale di remunerazione degli azionisti. È definito come quella parte di utili che viene distribuita ai soci dalle società per azioni. Non è uno strumento obbligatorio, per cui non rientra tra i costi deducibili.³ Nella pratica statunitense, come verrà mostrato in seguito, il *Board of Directors* di una società (l'equivalente del Consiglio di Amministrazione, da ora in poi: BoD) approva la distribuzione di quella parte dell'utile netto che ritiene idonea. La parte dell'utile netto che non viene distribuita come dividendo rimane all'interno della società, venendo destinata a riserva oppure utilizzata per degli investimenti. Il rapporto tra il dividendo e l'utile netto viene definito *payout ratio*.⁴ In linea generale, le società mature che non hanno particolari opportunità di investimento tendono ad avere un payout ratio maggiore delle società in crescita, le quali per loro natura reinvestono gli utili al posto di distribuirli. In questo capitolo, verranno descritte le caratteristiche del dividendo. Dopo una breve classificazione, verranno analizzati: il meccanismo di approvazione e di distribuzione del dividendo nelle società per azioni statunitensi, la fiscalità e la contabilità.

1.1 La classificazione dei dividendi

Cash dividends e stocks dividends

I dividendi vengono divisi in base a come viene effettuato il pagamento da parte della società verso l'azionista: *cash dividends* e *stocks dividends*. I primi sono i dividendi comuni, in cui il pagamento avviene tramite denaro liquido che viene ricevuto dagli azionisti. Nei secondi invece il pagamento del dividendo viene ottenuto tramite la consegna di nuove azioni. Questa modalità prevede di fatto una diluizione, a meno che le azioni che vengono consegnate agli azionisti non siano azioni proprie possedute dalla società. In ogni caso, la

³ Sezione 162(k) dell'Internal Revenue Code.

⁴ Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2023). *Corporate Finance* (6th ed.). Pearson.

prima tipologia di dividendi è quella di gran lunga più comune, ed è quella a cui faremo riferimento in questa tesi.

Regular, special e liquidating dividends

Un'altra classificazione riguarda la frequenza con cui avviene il pagamento. I dividendi che vengono distribuiti con una frequenza regolare sono detti appunto *regular dividends*. In genere il pagamento avviene con frequenza annuale, semestrale o trimestrale. Vengono chiamati *special dividends* quei dividendi che vengono distribuiti una tantum e che probabilmente non verranno replicati in futuro. Infine, i *liquidating dividends* sono quei dividendi che vengono distribuiti in fase di completamento della procedura di liquidazione di una società.

1.2 Il meccanismo di approvazione

Il meccanismo di approvazione e di distribuzione del dividendo di una società statunitense è regolato dal diritto commerciale dello Stato in cui la società ha sede legale.⁵ Le sedi legali delle società quotate statunitensi non sono uniformemente distribuite tra i cinquanta stati: sia nell'indice S&P 500 che nell'indice Russell 3000 il Delaware è lo stato in cui la maggior parte delle società ha la sede legale (Tabella 1). Inoltre, dato che la maggioranza delle dieci società statunitensi più capitalizzate ha sede legale nel Delaware (Tabella 2), c'è motivo di credere che in termini di capitalizzazione il peso delle società incorporate in questo Stato sia maggiore del peso in termini di numero. Per tutte queste ragioni, nella presente tesi ci si concentrerà sul Codice dello Stato del Delaware (*Delaware Code*). Nello specifico, gli articoli a cui si farà riferimento in questo e nel prossimo capitolo, se non specificato diversamente, si trovano all'interno del capitolo *General Corporation Law*, ovvero il Capitolo 1 del Titolo 8 del Codice dello Stato del Delaware.⁶ Prima di discutere dei dividendi, verrà introdotto il concetto di *surplus*.

⁵ Hague Conference on Private International Law. (1956). Convention concerning the recognition of the legal personality of foreign companies, associations and institutions.

⁶ Delaware Code Annotated, Title 8 (Corporations), 2026.

S&P 500			Russell 3000		
Stato di incorporazione	Numero società	Numero società (%)	Stato di incorporazione	Numero società	Numero società (%)
Delaware	318	63.6	Delaware	1794	61.5
Maryland	20	4.0	Maryland	187	6.4
New York	12	2.4	Nevada	83	2.8
Ohio	12	2.4	Pennsylvania	55	1.9
Pennsylvania	10	2.0	Ohio	46	1.6
Virginia	10	2.0	Virginia	45	1.5

Tabella 1. Distribuzione delle sei sedi legali più numerose dell'indice S&P 500 e dell'indice Russell 3000 al giorno 19 maggio 2026. Fonte: Bloomberg.

Società	Peso nell'indice (%)	Stato di incorporazione
NVIDIA Corporation	8	Delaware
Alphabet Inc.	7	Delaware
Apple Inc.	6.5	California
Microsoft Corporation	4.6	Washington
Amazon.com, Inc.	4.2	Delaware
Broadcom Inc.	2.9	Delaware
Tesla, Inc.	2.3	Texas
Meta Platforms, Inc.	2.3	Delaware
Walmart, Inc.	1.6	Delaware
Berkshire Hathaway Inc.	1.5	Delaware
Peso totale nell'indice (%)	40.9	
di cui in Delaware (%)	27.5	

Tabella 2. Peso e stato di incorporazione delle 10 società più capitalizzate dell'indice S&P 500 al giorno 19 maggio 2026. Fonte: Bloomberg.

Surplus. Secondo l'articolo 154, nel momento in cui una società emette azioni, il BoD può decidere quale parte del ricavato non verrà destinata a capitale sociale. Tuttavia, esiste un

limite: deve essere destinata a capitale sociale almeno quella parte del ricavato corrispondente al valore nominale delle azioni emesse. Per esempio, in caso di emissione di 100 azioni vendute a 10 euro l'una e con un valore nominale di 1 euro, il BoD deve destinare a capitale sociale almeno 100 euro. Nel caso di mancata decisione del BoD entro i termini stabiliti, verrà destinato automaticamente a capitale sociale il valore minimo (100 euro nell'esempio).⁷

Il surplus, sempre secondo l'articolo 154, viene definito come la differenza tra le attività nette (ovvero le attività totali al netto delle passività) e il capitale sociale. È opportuno notare che il capitale sociale e il surplus non sono valori statici, bensì possono essere modificati. Infatti, nell'articolo 154 viene concessa la possibilità di trasferire fondi dal surplus al capitale sociale, e nell'articolo 244 viene regolata la diminuzione del capitale sociale in favore di un aumento del surplus. In quest'ultimo caso, nella pratica il BoD può ridurre il valore nominale delle azioni (se lo statuto lo permette) oppure trasferire parte del capitale sociale in surplus, a condizione che il capitale sociale rimanente rispetti le condizioni di cui all'articolo 244, che tutelano creditori ed eventuali azionisti privilegiati.

Dividendi. Ora che è stato introdotto il concetto di surplus, si può discutere dell'articolo 170 relativo ai dividendi, in cui si afferma che “gli amministratori di ogni società, fatte salve le eventuali restrizioni contenute nel suo statuto sociale, possono dichiarare e pagare dividendi sulle azioni del suo capitale sociale”. È quindi compito del BoD l'approvazione e la distribuzione del dividendo, nei limiti dello statuto della società. L'articolo prosegue definendo le due modalità tramite le quali è possibile distribuire il dividendo: dal suo surplus o, in mancanza di esso, dagli utili netti relativi all'esercizio finanziario in cui viene dichiarato il dividendo e/o all'esercizio finanziario precedente. Quest'ultima modalità è stata introdotta al fine di permettere la distribuzione del dividendo a società che hanno avuto parecchie perdite di esercizio (e che quindi con ogni probabilità non hanno un surplus positivo) ma che hanno conseguito un utile netto in almeno uno degli ultimi due esercizi. L'articolo 170 comunque specifica che la distribuzione dei dividendi può essere effettuata solo se non pregiudica il soddisfacimento di creditori ed eventuali azionisti privilegiati.

⁷ Nel caso di emissione di azioni prive di valore nominale, di fatto non esiste alcun limite. Tuttavia, in caso di mancata decisione, viene destinato a capitale sociale l'intero ricavato.

La tutela del creditore e dell'azionista privilegiato. È interessante notare come la tutela del creditore e dell'azionista privilegiato operi su due livelli. Il primo corrisponde alla fase in cui gli amministratori destinano fondi al surplus (articolo 244), mentre il secondo riguarda la fase in cui avviene la vera e propria distribuzione del dividendo (articolo 170). Può sembrare una ripetizione, ma una tutela del genere è necessaria in quanto può passare parecchio tempo dal momento dell'aumento del surplus al momento della distribuzione del dividendo, tempo in cui le condizioni della società possono deteriorarsi, rendendo pregiudizievole un dividendo che prima non lo era.

1.3 Il meccanismo di distribuzione

Per meccanismo di distribuzione si intende quella serie di passaggi funzionali al pagamento dei dividendi. Questi passaggi sono contrassegnati da delle specifiche date, le quali possono essere fissate liberamente dal BoD, ad eccezione della *record date*. Comunque, di norma, lo statuto sociale riveste un ruolo fondamentale nell'imporre poteri e limiti al BoD relativamente alla scelta delle date. Detto questo, i passaggi di distribuzione del dividendo vengono divisi in questo modo:

1. *Declaration date.* È la data in cui il BoD delibera la distribuzione del dividendo.
2. *Announcement date.* Corrisponde alla data in cui la società annuncia pubblicamente il dividendo. Di conseguenza, le azioni della società ottengono una sorta di diritto di ricevere il dividendo appena annunciato.
3. *Ex-dividend date.* È il primo giorno di negoziazione in cui le azioni della società non possiedono più il diritto di ricevere il dividendo. Di norma, il valore delle azioni diminuisce in misura uguale all'ammontare del dividendo distribuito.
4. *Record date.* Corrisponde alla data in cui la società compila la lista degli azionisti idonei alla ricezione del dividendo, i quali sono tutti quegli azionisti che possiedono azioni della società alla chiusura del giorno precedente dell'*ex-dividend date*. Secondo l'articolo 213, la *record date* può essere fissata dal BoD, il quale però deve rispettare due limiti: la data fissata non può essere anteriore alla *declaration date*, e deve essere compresa nei 60 giorni precedenti la data di pagamento. In caso

il BoD non fissi tale data, si considera come *record date* il momento di chiusura del mercato nel giorno di delibera del dividendo.

5. *Payment date*. È la data nella quale la società esegue il pagamento a favore dei soci idonei alla ricezione del dividendo.

Obblighi informativi. Le società quotate statunitensi devono rispettare le norme dettate dalla *Securities and Exchange Commission* (da ora in poi: SEC), che è la commissione responsabile della vigilanza sui mercati finanziari (l'equivalente dell'italiana CONSOB).⁸ Relativamente ai dividendi, la *Rule 10b-17*, contenuta nel Titolo 17 del *Code of Federal Regulations* (parte 240), afferma che è frode non annunciare le date dei dividendi tramite una delle seguenti modalità:

1. Tramite notifica alla *National Association of Securities Dealers*, almeno dieci giorni prima della *record date*, contenente i requisiti di cui al comma (b)(1), i quali riguardano sostanzialmente le date relative al dividendo e vari aspetti tecnici della distribuzione.
2. Tramite notifica alla borsa valori nazionale in cui la società è quotata, ignorando le disposizioni della SEC a favore delle disposizioni della borsa valori, ma solamente nel caso in cui le seconde contengano requisiti sostanzialmente comparabili a quelli presenti nel comma (b)(1).

Inoltre, è necessario aggiungere che la SEC non considera atto di frode la mancata notifica del dividendo secondo le modalità appena descritte, nel caso in cui questa mancanza non sia un espediente manipolativo e/o ingannevole. Questa esenzione può avere origine sia dalla stessa SEC che da una richiesta scritta della società interessata.

Va notato che, nonostante l'articolo 213 permetta che la *record date* del dividendo sia fissata entro i dieci giorni successivi alla *declaration date*, ciò non è possibile per le società quotate. Infatti, come scritto sopra, dalla notifica alla *record date* devono trascorrere almeno dieci giorni.

⁸ U.S. Securities and Exchange Commission. (1934). Securities Exchange Act of 1934.

1.4 Fiscalità

La fiscalità dei dividendi delle società quotate statunitensi è un tema parecchio ampio. In questo sottocapitolo ci si concentrerà sugli elementi fondamentali della tassazione dei dividendi, discutendo: il caso di persone fisiche statunitensi, il caso di persone fisiche e società non statunitensi ed infine alcuni aspetti relativi alla tassazione dei dividendi nel caso in cui a riceverli sia una società statunitense.

Persone fisiche statunitensi. Negli Stati Uniti d'America c'è un'importante distinzione relativa ai dividendi: ordinari e qualificati.⁹ Si parla di dividendi qualificati quando l'azionista ha detenuto i titoli per almeno sessantuno giorni durante il periodo di centoventuno giorni cominciato sessanta giorni prima dell'*ex-dividend date*; negli altri casi, si parla di dividendi ordinari. La distinzione è rilevante a fini fiscali perché i dividendi ordinari sono tassati come reddito ordinario e quelli qualificati come reddito da plusvalenza. Per l'anno fiscale 2026, gli scaglioni del reddito ordinario prevedono aliquote progressive dal 10% al 37%, mentre gli scaglioni dei redditi da plusvalenze partono dallo 0% fino a raggiungere il 20%.¹⁰ La tassazione appena descritta è quella federale,¹¹ a cui va aggiunta la tassa statale che può variare parecchio da stato a stato.¹²

Persone fisiche e società non statunitensi. Secondo gli articoli 871 ed 881 dell'*Internal Revenue Code* (da ora in poi: IRC),¹³ i dividendi provenienti da società statunitensi distribuiti a persone fisiche o società non statunitensi sono soggetti ad una aliquota del 30%. Tuttavia, l'articolo 894 dell'IRC afferma che le disposizioni contenute negli eventuali trattati internazionali sostituiscono le norme relative alla tassazione contenute nel IRC.

Società statunitensi. In generale, in caso siano delle società statunitensi a ricevere il dividendo, l'articolo 11 dell'IRC prevede il pagamento di una aliquota pari al 21%. Esiste però la possibilità per la società di ottenere delle deduzioni in base alla quota posseduta

⁹ <https://www.investopedia.com/terms/o/ordinary-dividends.asp>;
<https://www.investopedia.com/terms/q/qualifieddividend.asp>.

¹⁰ <https://www.investopedia.com/terms/t/taxbracket.asp>.

¹¹ Internal Revenue Service. (2026). Taxation in the United States: Federal and State tax overview. U.S. Department of the Treasury.

¹² Tax Foundation. (2026). State Individual Income Tax Rates and Brackets for 2026.

¹³ U.S. Code, Title 26 (Internal Revenue Code), 2026.

(articolo 243 dell'IRC): per le partecipazioni inferiori al 20%, la deduzione è del 50%, e nel caso la partecipazione sia compresa tra 20% ed 80%, la quota sale a 65%, fino ad arrivare ad una deduzione completa (100%) nel caso in cui la società distribuite il dividendo sia controllata almeno per l'80% dalla società che lo riceve. La partecipazione si intende sia per voti che per valore.¹⁴ Negli articoli 243 e 246 dell'IRC sono presenti i limiti e i requisiti per l'accesso alla deduzione, come l'esclusione dei *REIT* (*Real Estate Investment Trusts*) ed il periodo di detenzione minima delle azioni pari a quarantasei giorni (che sale a novantuno giorni per le azioni privilegiate).

¹⁴ Per esempio, una società che ha una partecipazione del 25% la quale però le conferisce una percentuale dei diritti di voto totali pari al 15%, non può beneficiare della deduzione al 65%.

Capitolo 2. Il riacquisto di azioni proprie

Il riacquisto di azioni proprie, detto anche *buyback*, è uno strumento di remunerazione degli azionisti tramite il quale la società compra le proprie azioni, in genere al fine di ritirarle. Ciò remunera gli azionisti indirettamente, perché il loro guadagno deriva dal fatto che gli utili futuri verranno divisi tra un minor numero di azioni (Figura 1). Come per i dividendi, il costo derivante dai buyback non è deducibile,¹⁵ ed è il BoD, entro i limiti dello statuto e delle norme regolatrici, a deliberare in materia di riacquisto di azioni proprie. Una volta che le azioni vengono riacquistate, il BoD può ritirarle oppure detenerle. In quest'ultimo caso le azioni detenute, che vengono chiamate *treasury stock*, perdono il proprio diritto di voto e non percepiscono dividendi (articolo 160). La somma dei dividendi e dei buyback divisa per l'utile netto viene chiamata *total payout ratio*.¹⁶ In questo capitolo verrà analizzata la disciplina del riacquisto di azioni proprie. La struttura sarà la seguente: classificazione dei buyback, meccanismi di approvazione e meccanismi operativi, fiscalità.

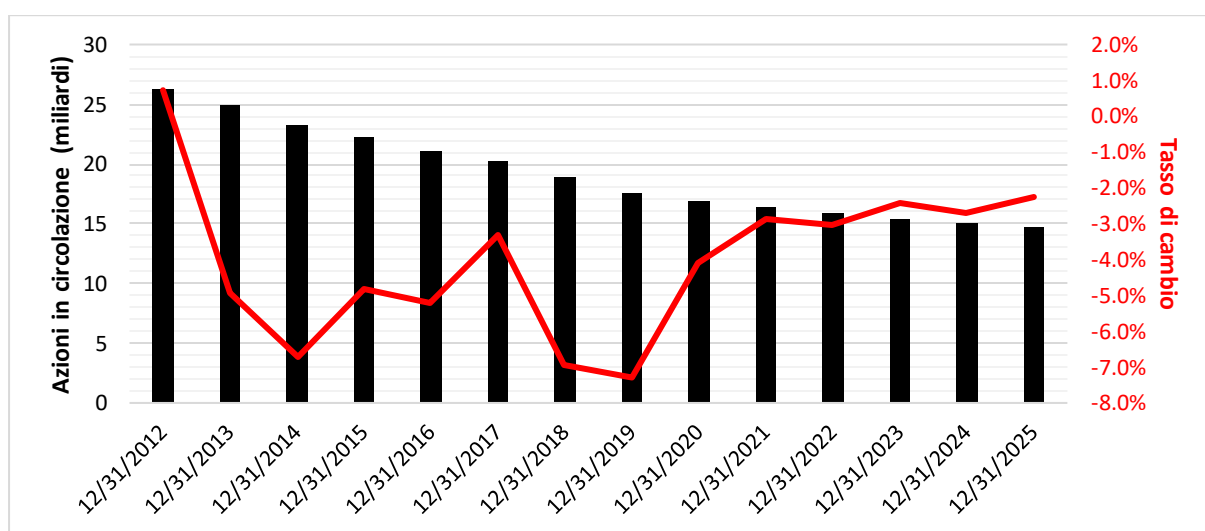


Figura 1. Azioni in circolazione e relativo tasso di cambio annuale della società Apple Inc. Dal 2012 al 2025 il numero di azioni in circolazione è diminuito di circa il 44%. Fonte: Bloomberg.

¹⁵ Sezione 162(k) dell'IRC.

¹⁶ Berk e DeMarzo, op. cit.

2.1 Classificazione

I buyback si dividono in base alla modalità con la quale avviene il riacquisto delle azioni:

- *Buyback dal mercato aperto.* Tramite questa modalità la società riacquista le proprie azioni sul mercato aperto. Con certi limiti che verranno illustrati in seguito, il buyback dal mercato aperto permette flessibilità sia nel numero che nel prezzo delle azioni ricomprate. In genere viene utilizzato per piccoli riacquisti.
- *Offerta pubblica.* L'offerta pubblica è un'offerta con la quale la società si offre di acquistare un certo numero di azioni ad un certo prezzo entro una certa data. Il prezzo di solito viene fissato con un premio rispetto al prezzo di mercato. È usata per grandi piani di riacquisto di azioni.
- *Negoziazione diretta.* In questa modalità, la società tratta direttamente con un singolo grande investitore o con un gruppo di azionisti. In genere si tratta di grandi operazioni di riacquisto, le quali possono potenzialmente modificare i poteri di controllo e di voto degli azionisti rimasti.
- *Asta Dutch.* Tramite l'asta Dutch gli azionisti offrono le proprie azioni entro un range di prezzo stabilito dalla società. Questa, poi, stabilisce il prezzo di acquisto che le permette di raggiungere il numero di azioni voluto, e paga questo prezzo agli azionisti che hanno offerto a quella cifra o a cifre inferiori.¹⁷

Delle quattro modalità presentate, il riacquisto dal mercato aperto è quella di gran lunga più usata,¹⁸ ed è infatti quella a cui si farà riferimento nella presente tesi.

¹⁷ Bagwell, L. S. (1992). Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity. *Journal of Financial Economics*, 31(1), 71-105.

¹⁸ Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Financial Economics*, 48(3), 313-340.

2.2 Il meccanismo di approvazione

Secondo l'articolo 160, il programma di riacquisto di azioni viene approvato, nei limiti dello statuto sociale, dal BoD. Inoltre, deve essere effettuato con fondi provenienti dal surplus, anche se a ciò è presente un'eccezione: nel caso di azioni privilegiate o riconvertite che vengono ricomprate ed annullate immediatamente, il buyback può essere effettuato anche utilizzando fondi provenienti dal capitale sociale.

Il ritiro di azioni. Per ritiro di azioni si intende l'annullamento delle azioni ricomprate da parte della società. Questo è possibile perché la società che possiede azioni proprie è allo stesso tempo creditrice e debitrice di quelle azioni. Il ritiro di azioni e la riduzione del capitale sociale sono trattati negli articoli 243 e 244. In particolare, secondo l'articolo 243, le azioni ritirate non vengono automaticamente cancellate ma diventano azioni autorizzate e non emesse: non viene quindi esclusa la possibilità di una riemissione delle azioni ritirate, a meno che lo statuto sociale la vieti. In ogni caso, eventuali riduzioni del capitale sociale devono essere effettuate secondo l'articolo 244 il quale, oltre a elencare le modalità tramite le quali è possibile ridurre il capitale sociale, sottolinea che questa operazione può essere effettuata solo se le attività rimanenti non pregiudicano il soddisfacimento dei creditori.

2.3 Il meccanismo di riacquisto

Le società che effettuano buyback sul mercato aperto possono essere indagate per manipolazione del mercato. Per evitarlo, le società possono seguire la *Rule 10b-18*, la quale contiene delle condizioni operative di riacquisto che, se seguite, ottengono in favore della società la presunzione legale di non manipolazione.¹⁹ Le condizioni sono le seguenti:

1. All'interno del singolo giorno, gli acquisti devono essere effettuati tramite un solo broker/dealer.
2. Non si possono effettuare acquisti all'apertura o alla chiusura del mercato (cioè

¹⁹ La *Rule 10b-18* è contenuta nel Titolo 17 del *Code of Federal Regulations* (parte 240)

alla prima ed all'ultima transazione di giornata). Inoltre, non si possono effettuare acquisti nei dieci o trenta minuti (a seconda della liquidità del titolo) precedenti la chiusura del mercato.

3. Il prezzo di offerta della società non può superare il maggiore tra la proposta di acquisto indipendente più alto e il prezzo dell'ultima transazione indipendente.
4. Il volume dell'acquisto non può superare il 25% del volume medio giornaliero di scambi riportato per il titolo durante le quattro settimane solari precedenti la settimana in cui viene effettuato l'acquisto. Tuttavia, una volta a settimana, la società può comprare più del 25% del suddetto volume, purché quel giorno non siano già stati effettuati dei buyback e l'acquisto avvenga in un blocco unico.

Queste condizioni non sono obbligatorie per cui, se non venissero seguite, le società non verrebbero automaticamente accusate di manipolazione del mercato. Tuttavia, in genere vengono rispettate²⁰ perché permettono alle società di effettuare buyback senza timore di venire indagati.

2.4 Fiscalità

Secondo l'articolo 4501 dell'IRC, il riacquisto di azioni proprie è soggetto ad una tassa dell'1%. La base imponibile è l'ammontare del valore delle azioni riacquistate, al netto delle emissioni effettuate. Ciò vuol dire che se una società ricompra azioni per un valore totale di dieci milioni e nello stesso periodo emette azioni per un valore totale di due milioni, la tassa dell'1% si applicherà alla cifra di otto milioni. Comunque, questa tassa non si applica nei seguenti casi:

1. Il riacquisto fa parte di una riorganizzazione aziendale in cui non vengono riconosciuti utili o perdite.
2. Le azioni riacquistate vengono destinate ad un piano pensionistico per i dipendenti.

²⁰ U.S. Securities and Exchange Commission. (2023). Share Repurchase Disclosure Modernization: Final Rule. Federal Register, 88(95), 31602-31646.

3. Il valore totale dei riacquisti annuali è inferiore ad un milione di dollari.
4. Il riacquisto è effettuato da un dealer nell'ordinario corso degli affari.
5. Il riacquisto è effettuato da un fondo comune o da un fondo immobiliare.
6. L'operazione di riacquisto è già rilevata come dividendo a fini fiscali (in genere avviene nei buyback eseguiti tramite negoziazione diretta).²¹

Di fatto la tassa relativa ai buyback si limita a quella appena descritta. In pratica, sia per le persone fisiche statunitensi che per quelle non statunitensi, il pagamento delle tasse viene rimandato al momento della vendita dell'azione, tramite l'imposta sul reddito da plusvalenza. Per le persone fisiche statunitensi si rimanda al sottocapitolo 1.4, in cui si accenna alle aliquote dell'imposta sul reddito da plusvalenza; per le persone fisiche non statunitensi, le aliquote dipendono dalla nazione di residenza e da eventuali trattati internazionali.

²¹ Sezione 302 dell'IRC.

Capitolo 3. Il dividendo e il buyback: un confronto

Le società, nel momento in cui vogliono remunerare gli azionisti, si trovano di fronte alla scelta tra dividendi e buyback. Anche se nulla vieta alle aziende di usare entrambi gli strumenti contemporaneamente, è importante delineare le differenze tra i due, in modo da mostrarne i lati positivi e negativi. La struttura del presente capitolo consiste in una serie di sottocapitoli, ciascuno dei quali analizza un singolo aspetto relativo ai due strumenti (come il flusso di cassa o la fiscalità).

3.1 Flusso di cassa

La differenza nei flussi di cassa tra dividendi e buyback è probabilmente la differenza più importante. Mentre per l'azienda il flusso di cassa in uscita è uguale in entrambi i casi, per l'azionista l'uso di uno strumento piuttosto che l'altro determina se egli riceverà flusso di cassa oppure no. Dal punto di vista dell'azionista la propensione verso uno strumento o l'altro è soggettiva: investitori che hanno necessità di flussi di cassa periodici tenderanno verso il dividendo, investitori il cui obiettivo è l'investimento a lungo termine probabilmente tenderanno verso il buyback. Per questo, la dirigenza di una società deve essere consapevole che tutte le scelte relative alla remunerazione degli azionisti determineranno in parte il tipo di investitore della società stessa.

Dal punto di vista pratico, è possibile affermare che per l'azionista il buyback è equivalente ad una rinuncia a ricevere il dividendo oggi al fine di aumentare i dividendi futuri. Di fatto, si tratta di un *trade-off*. Un esempio: la società X ha un utile netto di cento ed un total payout ratio del trenta per cento. Ciò vuol dire che destina alla remunerazione degli azionisti un valore pari a trenta all'anno. Se la società X decidesse di distribuire sempre questo importo tramite dividendi, l'investitore sa che riceverà annualmente un flusso di cassa pari a trenta (escludendo le tasse, di cui si parlerà nel prossimo sottocapitolo). Nell'ipotesi in cui la società X decidesse di destinare interamente a buyback i fondi disponibili per il primo anno e poi distribuire i dividendi negli anni futuri,

l'investitore non percepirebbe alcun flusso di cassa al primo anno, ma riceverebbe un flusso di cassa superiore a trenta a partire dal secondo anno. *Quanto* il dividendo futuro sarà maggiore di trenta dipende dal numero di azioni riacquistate con i fondi del primo anno: ipotizzando che venga riacquistato il cinque per cento delle azioni in circolazione, i dividendi futuri aumenteranno di un fattore pari a $\frac{1}{0.95}$. In questo esempio si sono considerati gli utili futuri costanti, che non è un'ipotesi applicabile alla realtà. Tuttavia, proprio per questo motivo, la scelta tra il dividendo e il buyback è anche funzione dell'aspettativa degli utili futuri: l'attraenza del trade-off cresce all'aumentare della prevedibilità, della stabilità, della crescita e dell'entità degli utili futuri.

3.2 Fiscalità

La fiscalità è sicuramente uno degli elementi più importanti relativi alla scelta tra dividendi e buyback. Per come è attualmente strutturata, essa favorisce di gran lunga il buyback rispetto al dividendo, perché permette di comporre i guadagni. Un esempio: una società decide di destinare alla remunerazione degli azionisti un valore pari a cento. Nel caso in cui questo importo sia utilizzato interamente per distribuire dividendi, gli azionisti riceveranno in totale un netto di novanta (ipotizzando una aliquota fiscale del dieci per cento). Quindi, complessivamente, a causa della distribuzione del dividendo, la società ha un flusso di cassa in uscita di cento, mentre gli azionisti e l'erario ottengono un flusso di cassa in entrata rispettivamente di novanta e di dieci. Nel caso in cui la società utilizzi i fondi per effettuare buyback, il flusso di cassa in uscita dalla società rimane pari a cento, mentre l'erario riceve un importo pari solamente a uno (come visto nel capitolo 2, i buyback sono sottoposti ad una tassa dell'uno per cento). Il rimanente novantanove non costituisce di per sé un flusso di cassa a favore degli azionisti, ma è per loro un guadagno in conto capitale che, come vedremo successivamente, può essere riflesso nel prezzo delle azioni o meno. In pratica, la differenza di nove nelle tasse versate all'erario è tutta a favore (o contro) dell'azionista.

Ovviamente, nulla vieta all'investitore che riceve il dividendo di reinvestirlo nella società. Tuttavia, questo processo è fiscalmente inefficiente in quanto assicura all'azionista una perdita di nove che non ci sarebbe stata nel caso in cui fossero stati eseguiti dei buyback.

Proprio questa differenza è ciò che permette o meno all'azionista di guadagnare dall'interesse composto.

La versione speculare dell'investitore che reinveste il dividendo è quella in cui l'investitore della società che effettua buyback vende quella parte delle proprie azioni che gli permette di ottenere un flusso di cassa pari a quello che avrebbe ricevuto in seguito ad una distribuzione del dividendo. Il discorso verrà ripreso più avanti in quanto entra in gioco la variabile del prezzo delle azioni. Tuttavia, intanto, si può notare che se il prezzo delle azioni riflette il guadagno in conto capitale dovuto ai buyback, l'investitore si trova nella posizione opposta al caso precedente: al posto di registrare una perdita assicurata pari a nove, ottiene inizialmente un guadagno extra (in conto capitale) pari a nove, il quale verrà perso in tasse nel momento in cui viene simulata la ricezione del dividendo vendendo delle azioni. In altre parole, partendo dai buyback si può simulare la ricezione del dividendo, ma non viceversa. Colui che riceve il dividendo ha l'*obbligo* di pagare le tasse, mentre colui che trae vantaggio dai buyback ha la *facoltà* di pagarle (vendendo alcune azioni).

3.3 Prezzo delle azioni

Il prezzo delle azioni è, tra tutti gli aspetti considerati in questo capitolo, sicuramente il più complesso. La relazione tra dividendi (o buyback) e prezzo delle azioni non è per nulla lineare e meccanica²²: l'annuncio di un dividendo non comporta automaticamente un rialzo del prezzo delle azioni, basti pensare al caso in cui una società che era solita distribuire un dividendo pari a dieci, annunci che verrà diminuito a nove. In pratica, per quanto dividendi e buyback siano strumenti di per sé positivi, il loro effetto sul prezzo delle azioni dipenderà dalle aspettative del mercato, le quali costituiscono un elemento parecchio difficile da trattare. Nonostante questo, è sicuramente possibile approfondire meglio la relazione tra questi due strumenti ed il prezzo di mercato.

Dividendi. Per quanto riguarda i dividendi, come già accennato, l'annuncio di una

²² L'unica eccezione è quella rappresentata dall'ex-dividend date, giorno in cui il prezzo scende di un importo uguale al valore del dividendo staccato, altrimenti si verificano opportunità di arbitraggio.

distribuzione non determina automaticamente un rialzo del prezzo: può essere che il prezzo rimanga uguale perché il dividendo è già stato prezzato dal mercato, o addirittura che scenda nel caso in cui le aspettative del mercato erano maggiori di ciò che si è realizzato. Tuttavia, per quanto il dividendo non sia automaticamente un fattore positivo per il prezzo delle azioni, il fatto che ci sia costituisce sicuramente un deterrente a crolli ingiustificati del prezzo. Un esempio: si immagini una società il cui prezzo delle azioni è uguale a dieci e che, se le condizioni economico-finanziarie lo permettono, si impegna a distribuire un dividendo di importo pari a uno con frequenza annuale (il *dividend yield* è quindi pari al 10%).²³ Si immagini ora che il prezzo delle azioni scenda del 20%, arrivando ad otto. Se il crollo non pregiudica la facoltà di distribuire dividendi nel futuro, possiamo affermare che il *dividend yield* salga a circa 13%. Ciò rende la società attraente per molti più investitori, i quali comprandola impediscono al prezzo di scendere ulteriormente o addirittura lo fanno salire.

Un altro caso importante è quello di una società che vede sia i propri dividendi che il proprio *dividend yield* aumentare. In pratica, il dividendo cresce di più (in termini percentuali) del prezzo delle azioni, fino a che il *dividend yield* non raggiunge valori talmente alti da causare una massiccia domanda di azioni, con conseguente rialzo del prezzo.

Buyback. Riguardo ai buyback, la situazione è diversa rispetto ai dividendi principalmente per questo motivo: mentre all'annuncio della distribuzione di un dividendo segue praticamente sempre il pagamento del dividendo, all'annuncio dell'approvazione di un programma di buyback non è automatico che le azioni vengano effettivamente riacquistate: approvare un programma di buyback non comporta, per la società, l'obbligo di acquistarle, bensì la facoltà di poterlo fare. Inoltre, come per i dividendi, l'annuncio dell'approvazione di un programma di un buyback non comporta automaticamente il rialzo del prezzo delle azioni, in quanto devono essere considerate le aspettative del mercato. Dal punto di vista dell'impatto dei buyback sul prezzo delle azioni, si può affermare che nel caso in cui la società tenda a riacquistare le proprie azioni sempre ad un certo livello di prezzo, quel livello di prezzo tende a diventare il limite inferiore del prezzo delle azioni. Questo è dovuto per lo più a due ragioni, una diretta ed una indiretta.

²³ Si veda il capitolo 4 per la definizione di *dividend yield*.

La prima è costituita semplicemente dalla domanda di azioni sul mercato da parte della società, la seconda invece è costituita dal comportamento del mercato il quale, forte della domanda di azioni della società, valuta che ulteriori ribassi del prezzo delle azioni saranno attenuati (od addirittura invertiti) grazie ai riacquisti societari.

Un altro aspetto importante della relazione tra buyback e prezzo delle azioni è rappresentato dalla riflessività tra i due. In breve, si parla di riflessività quando delle variabili si influenzano a vicenda (in questo caso le variabili sono il buyback, l'annuncio del buyback e il prezzo dell'azione): in pratica, l'annuncio o la previsione di un evento modificano l'evento stesso.²⁴ Un esempio: se una società che non ha mai distribuito dividendi né effettuato buyback annuncia l'approvazione di un programma di riacquisto delle azioni, è probabile che il prezzo delle azioni salga. Tuttavia, a causa di questo rialzo, la società tenderà ad acquistare meno azioni di quante ne avrebbe acquistate se il prezzo fosse rimasto invariato. Allo stesso modo, un programma di riacquisto delle azioni può venire approvato semplicemente perché il prezzo delle azioni è calato molto (la riflessività non si verifica con i dividendi: l'annuncio della distribuzione di un dividendo non influisce sul verificarsi o meno del pagamento del dividendo stesso).

Infine, è necessario sottolineare che l'efficacia di un buyback è legata, tra gli altri fattori, alla competenza ed alla bravura del management. Un buyback è efficace se viene effettuato a prezzi ragionevoli, e può esserci il caso in cui il prezzo delle azioni è talmente alto che sarebbe giusto sostituire con dei dividendi almeno parte dei buyback. Oltre a ciò, nella scelta di remunerare gli azionisti è opportuno considerare elementi come l'indebitamento della società e la capacità di generare flusso di cassa, nonché la possibilità di ulteriori investimenti. Un buon management è quello che, valutando tutte queste opzioni, sceglie una combinazione tale da massimizzare il valore agli azionisti. Per esempio, se la leva finanziaria della società fosse alta sarebbe probabilmente imprudente da parte del management utilizzare il flusso di cassa per remunerare gli azionisti piuttosto che per ridurre il debito.

Volatilità. Riguardo alla relazione tra dividendi e buyback e la volatilità del prezzo delle azioni, è corretto dire che il buyback, a differenza del dividendo, permette alla società di approfittare delle oscillazioni del prezzo delle azioni. Una maggiore volatilità è addirittura

²⁴ Soros, G. (1987). *The Alchemy of Finance*. John Wiley & Sons.

auspicabile nel caso in cui si stiano effettuando buyback, perché quando il prezzo cala si può aumentare la quantità di azioni riacquistate e viceversa.

Comunque, secondo i ragionamenti visti in questo sottocapitolo, è anche giusto affermare che dividendi e buyback tendono a ridurre il rischio di ribasso del prezzo di una azione. Ciò vuol dire che se una società introduce un programma di buyback per approfittare delle oscillazioni del mercato, essa vedrà molto probabilmente diminuire la volatilità delle proprie azioni (e quindi la convenienza dei buyback). Questo effetto è inevitabile, quindi è importante che la società lo consideri prima di approvare un programma di buyback.

3.4 Contabilità

Per quanto la contabilità non sia un fattore importante per la scelta tra dividendi e buyback, per completezza verranno riportate le regole contabili dei due strumenti. I principi contabili seguiti dalle società quotate degli Stati Uniti d'America sono i cosiddetti "US GAAP", acronimo che sta per *United States Generally Accepted Accounting Principles* ("principi di contabilità generalmente accettati negli Stati Uniti d'America"). In particolare, gli US GAAP sono contenuti in un codice chiamato *Accounting Standards Codification* (ASC), emesso dal *Financial Accounting Standards Board* (FASB). La contabilità di dividendi e buyback a cui si farà riferimento è presente nel *Topic 505* dell'ASC.²⁵

Dividendi. Nel giorno dell'annuncio della distribuzione del dividendo, nasce un debito per la società pari all'importo totale che verrà distribuito, e come contropartita si avrà una riduzione degli utili accantonati. Poi, in seguito al pagamento, la società chiuderà il debito verso gli azionisti, a fronte di una riduzione della cassa.

Buyback. Nel momento in cui una società approva un programma di buyback, non avviene alcuna registrazione contabile. Nel momento in cui vengono riacquistate le azioni la voce cassa diminuisce dell'importo pagato per le azioni riacquistate, e per la relativa

²⁵ Financial Accounting Standards Board (FASB). (2026). Accounting Standards Codification (ASC) [Topic 505].

contropartita ci sono due possibili scritture contabili. Nella prima modalità (che è la più utilizzata) le azioni rimate comprate vengono contabilizzate come *Treasury Stock* e appaiono come voce negativa che riduce il Patrimonio Netto. Nella seconda modalità le voci del capitale (che sono il capitale sociale, la riserva sovrapprezzo azioni e gli utili accantonati) vengono ridotte come se le azioni non fossero mai state emesse.

Capitolo 4. Analisi dell'utilizzo del dividendo e del buyback

Nel presente capitolo verrà illustrato come il dividendo ed il buyback vengono utilizzati da alcune società statunitensi. In particolare, dopo aver introdotto i concetti di *dividend yield* e di *net buyback yield*, analizzeremo tre società rappresentative di tre importanti settori dell'economia americana, ovvero Microsoft Corporation (per il settore tecnologico), JPMorgan Chase & Co. (per il settore finanziario) ed Exxon Mobil Corporation (per il settore energetico). Ovviamente, per quanto possano essere rappresentative del settore, ognuna di queste società ha delle idiosincrasie che la contraddistinguono dalle altre società del settore, per cui sarebbe necessaria una analisi più generale per aumentare l'affidabilità delle osservazioni. Cionondimeno, risulta comunque utile osservarne il comportamento in materia di dividendi e buyback, tenendo sempre a mente quanto appena precisato.

4.1 Dividend yield e net buyback yield

Dividend yield. Si definisce il dividend yield come il rapporto tra i dividendi pagati da una società nel corso degli ultimi dodici mesi e la sua attuale capitalizzazione di mercato.

$$\text{Dividend yield} = \frac{\text{dividendi}_{TTM^{26}}}{\text{capitalizzazione di mercato}}$$

Il rapporto corrisponde al ritorno da dividendo che l'investitore otterrebbe se investisse oggi nella società e se questa mantenesse costante la politica di distribuzione del dividendo. Di fatto, il dividend yield non offre alcuna garanzia del ritorno che l'investitore può ottenere, in quanto i dividendi possono essere diminuiti o sospesi. Tuttavia, offre

²⁶ L'acronimo TTM significa "Trailing Twelve Months" (ultimi dodici mesi).

un'idea di che ritorno ci si può aspettare nel caso in cui le politiche di distribuzione non cambino.

Net buyback yield. Il net buyback yield è il rapporto tra l'importo pagato per riacquistare azioni negli ultimi mesi (al netto dell'importo ottenuto tramite emissione di azioni) e la capitalizzazione attuale di mercato.

$$\text{Net buyback yield} = \frac{\text{riacquisto di azioni}_{TMM} - \text{vendita di azioni}_{TMM}}{\text{capitalizzazione di mercato}}$$

Come per il dividend yield, il net buyback yield non offre alcuna garanzia relativamente all'esecuzione dei buyback. Tuttavia, esso offre all'investitore una stima della percentuale di azioni che verranno ritirate nel corso del prossimo anno se le condizioni rimangono uguali a quelle dell'anno precedente. Come già visto nel capitolo 3, è utile sottolineare che un net buyback yield uguale al 3% non corrisponde ad un guadagno teorico in conto capitale del 3%, bensì di circa 3.09%.²⁷ Come mostrato in Figura 2, a parità di yield (ovvero nel caso in cui il dividend yield sia uguale al net buyback yield) il ritorno atteso proveniente dai buyback è maggiore di quello proveniente dai dividendi.

Nel presente capitolo, per semplicità, si utilizzeranno i termini *buyback yield* e *buyback* rispettivamente come sostituti dei termini *net buyback yield* e *net buyback*.

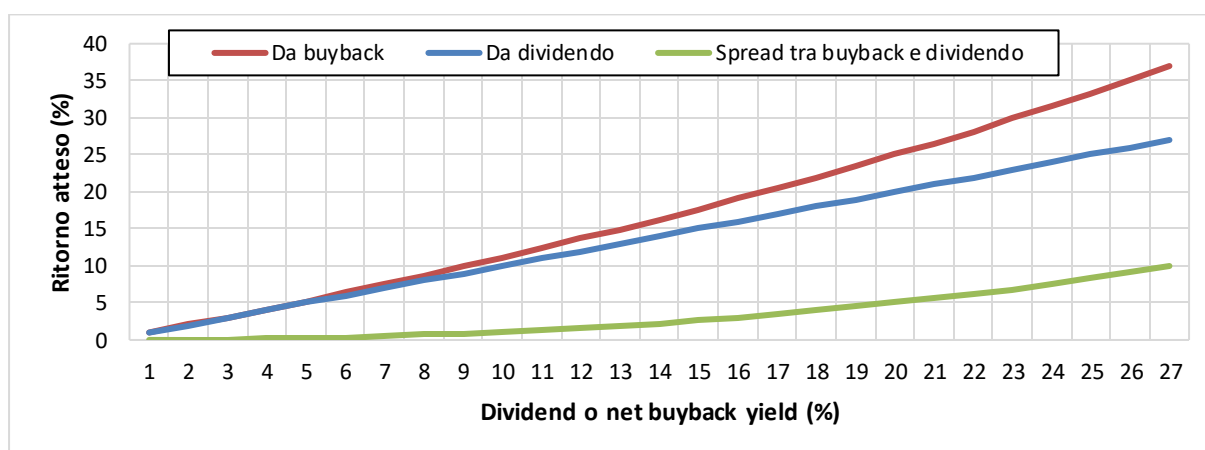


Figura 2. Relazione tra i ritorni attesi e il dividend yield (o net buyback yield) di una società (al lordo delle tasse). La funzione dei buyback (rossa nel grafico) è una funzione esponenziale del tipo $y = \frac{1}{1-x} - 1$, mentre la funzione dei dividendi (blu nel grafico) è una funzione lineare del tipo $y = x$. All'aumentare della capacità della società di remunerare gli azionisti (in relazione alla capitalizzazione di mercato) aumenta l'attrattiva del buyback nei confronti del dividendo.

²⁷ Il calcolo è il seguente: $\frac{1}{1-0.03} - 1 \approx 0.03093$

4.2 Microsoft Corporation

Microsoft Corporation (ticker: MSFT) è una società informatica con sede a Washington. È la più grande produttrice di software per fatturato, ed è una delle società a maggiore capitalizzazione del mondo (al 31 dicembre 2025, la capitalizzazione era di 3 600 miliardi di dollari). I prodotti principali di Microsoft sono il software Windows, il pacchetto Office ed il Cloud, ma la società vende anche periferiche fisiche (per esempio tastiere e mouse) ed è produttrice di console di gioco (Xbox), nonché di videogiochi. Negli ultimi anni è pioniera degli investimenti nell'intelligenza artificiale.

Dal punto di vista della remunerazione degli azionisti, si può affermare che Microsoft abbia utilizzato sia dividendi che buyback nel corso degli ultimi 27 anni (Figura 3 e Figura 4). In particolare, salta subito all'occhio l'enorme dividendo distribuito nel 2004 (con un dividend yield di circa il 12%), dovuto al fatto che la società aveva accumulato enormi quantità di denaro che, non trovando investimenti adeguati, è stata destinata in gran parte a dividendo, dando così inizio a un ciclo di dividendi che dal 2003 non si è interrotto ma che anzi è aumentato. Si noti anche che dal 1998 la società non ha mai diluito gli azionisti in quanto il buyback yield è sempre stato positivo (o di poco negativo come nel 1998 e nel 2004). Non risulta una chiara preferenza da parte della società rispetto al dividendo od al buyback, ma si può dire che mentre l'importo destinato a dividendo ha mantenuto un chiaro trend rialzista, l'importo destinato ai buyback è molto più variabile. Infine, complessivamente, non è possibile criticare il management per il tempismo dei buyback in quanto, mentre ci sono anni in cui è possibile argomentare che potrebbero essere stati effettuati maggiori buyback dato il prezzo minore delle azioni rispetto all'anno precedente (2008-2009), ci sono anche casi in cui il buyback si è mantenuto a livelli alti anche dopo un calo del prezzo delle azioni, permettendo alla società di trarre vantaggio dalla caduta di prezzo (2022) (Figura 5).

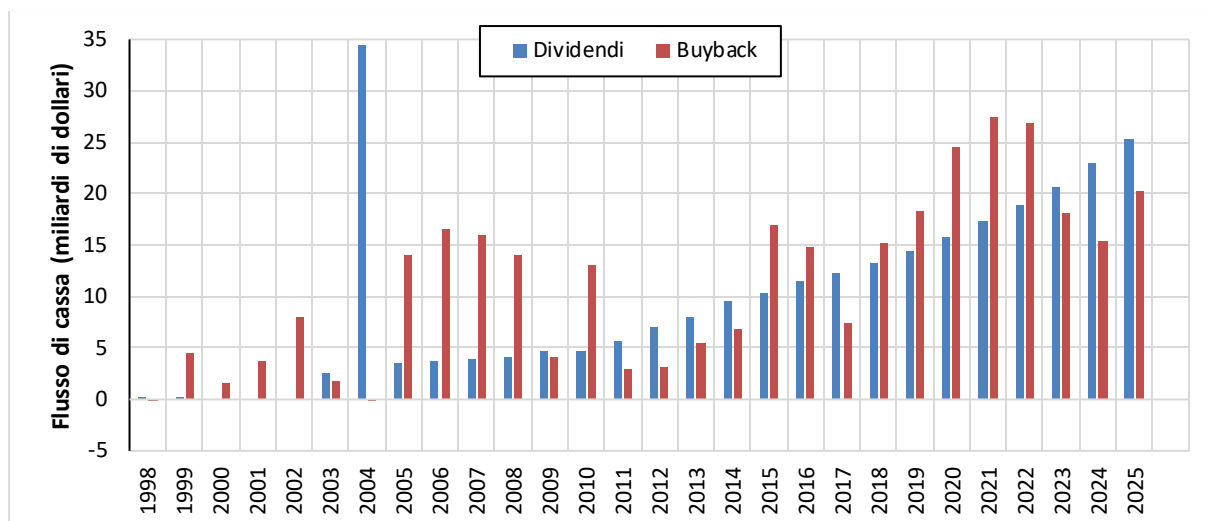


Figura 3. Flusso di cassa annuale destinato a dividendi e buyback di Microsoft. Fonte: Bloomberg.

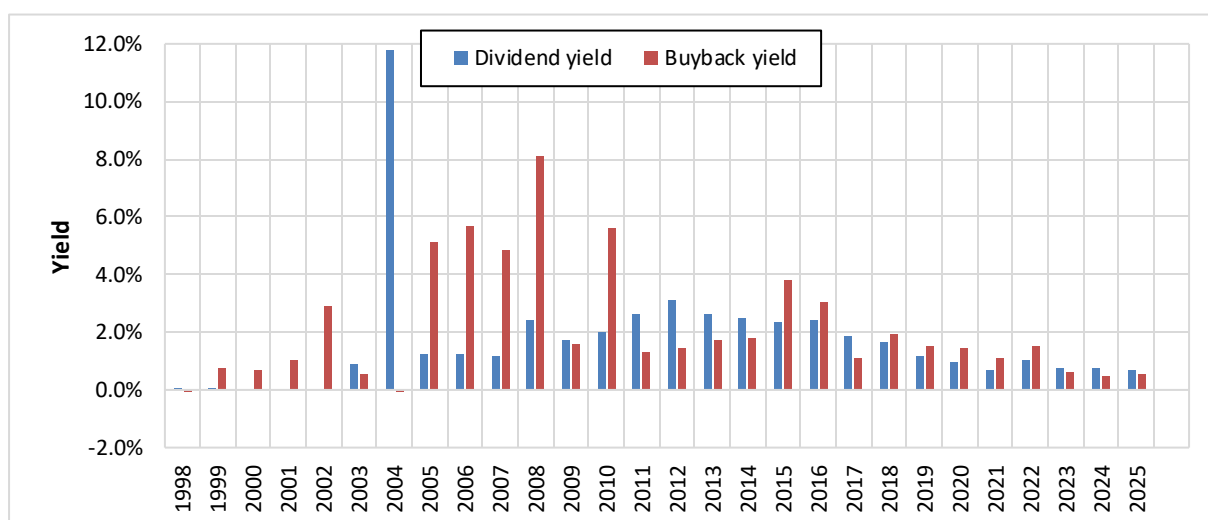


Figura 4. Dividend e buyback yield annual di Microsoft. Fonte: Bloomberg.

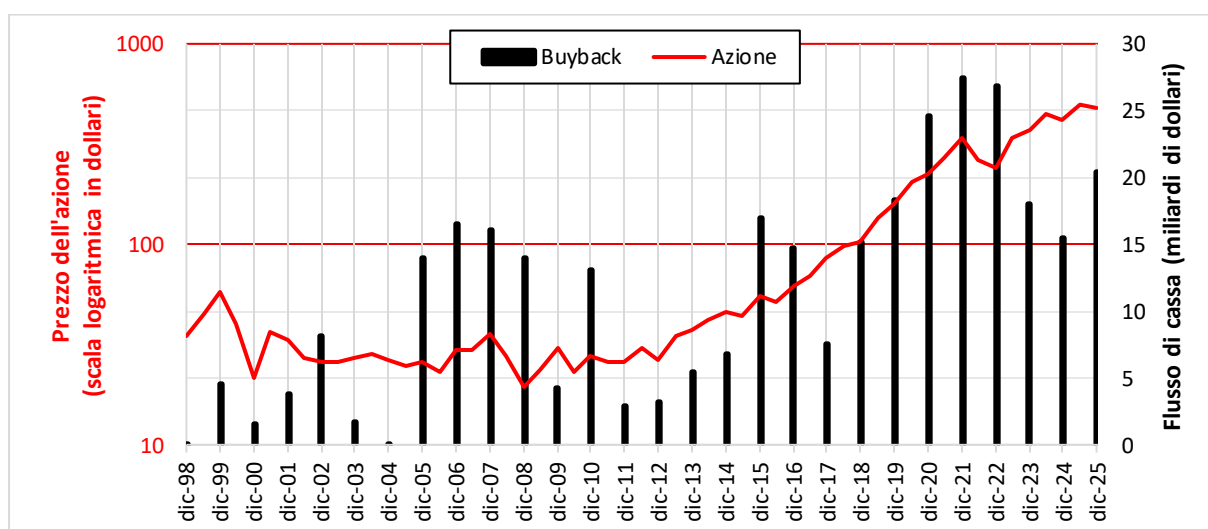


Figura 5. Prezzo dell'azione e flusso di cassa destinato a buyback di Microsoft. Fonte: Bloomberg.

4.3 JPMorgan Chase & Co.

JP Morgan Chase & Co. (ticker: JPM) è una società di servizi finanziari con sede a New York. Con una capitalizzazione di circa 870 miliardi di dollari (al 31 dicembre 2025) è una delle banche più grandi al mondo e ricopre un ruolo centrale nell'offrire servizi come l'Investment Banking, il Wealth Management e servizi finanziari retail come anche carte di pagamento.

In maniera quasi opposta a Microsoft, la prima cosa che si nota relativamente ai dividendi ed ai buyback di JP Morgan è l'enorme barra negativa relativa al flusso di cassa dei buyback nel 2008 (Figura 6 e Figura 7). Ciò è dovuto a due ragioni: la prima è che la società ha utilizzato delle azioni di nuova emissione per comprare la banca Bear Stearns, la seconda è dovuta al bail-out effettuato da parte del governo statunitense verso JP Morgan a causa della crisi dei mutui subprime, il quale di fatto consiste in una diluizione azionaria. Escludendo questo dato e quello relativo ai buyback effettuati nel 2009 (i quali sono legati alla diluizione avvenuta l'anno prima), si può notare che dal 2016 il buyback è stato utilizzato in maniera consistente, a differenza del periodo che va dal 1998 al 2015, durante il quale spesso sono state effettuate diluizioni (per esempio nel 2003 e nel 2014). Di fatto si può affermare che la società abbia definitivamente adottato il buyback come strumento di remunerazione degli azionisti a partire dal 2016, senza però mai abbandonare il dividendo che dal 2010 è stato in un trend rialzista (in termini di flusso di cassa). Dal punto di vista della competenza del management ad effettuare dei buyback a prezzi relativamente bassi, si può affermare che probabilmente nel 2020 non è stata colta pienamente l'occasione di effettuare grossi buyback a prezzi scontati ma che, allo stesso tempo, nel 2022 lo stesso tipo di occasione non è stata sprecata (Figura 8). È probabile quindi che il management sia competente abbastanza da comprendere la convenienza dei buyback, ma che nel 2020 la crisi dovuta ai lockdown causati dalla pandemia di Covid abbia influenzato la capacità della società di effettuare buyback in misura maggiore rispetto alla crisi energetica dovuta alla guerra russo-ucraina del 2022. Altrimenti, sarebbe stato ragionevole vedere dei buyback anche nel 2020.

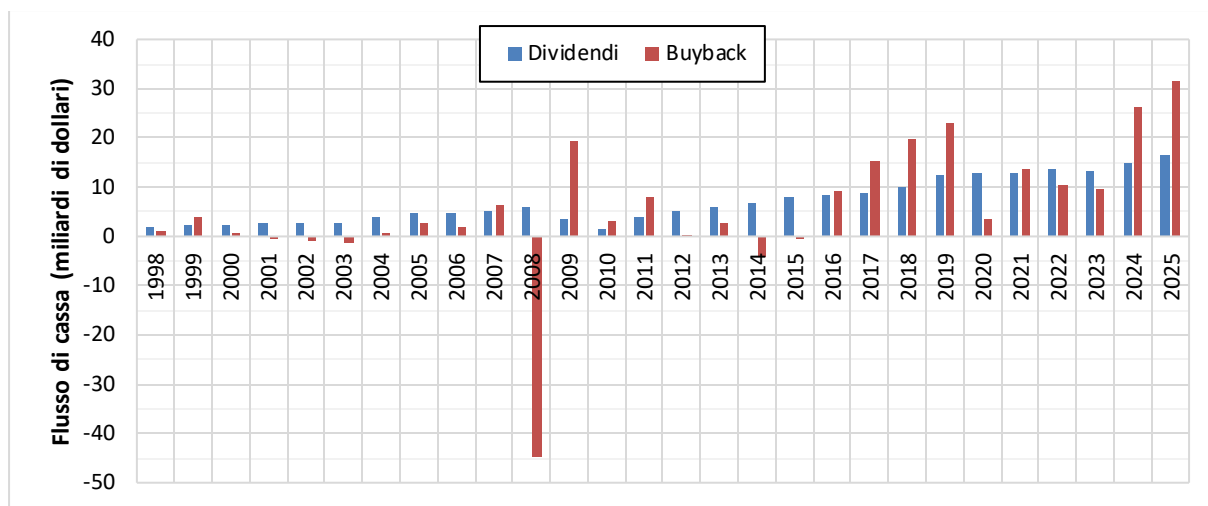


Figura 6. Flusso di cassa annuale destinato a dividendi e buyback di JP Morgan. Fonte: Bloomberg.

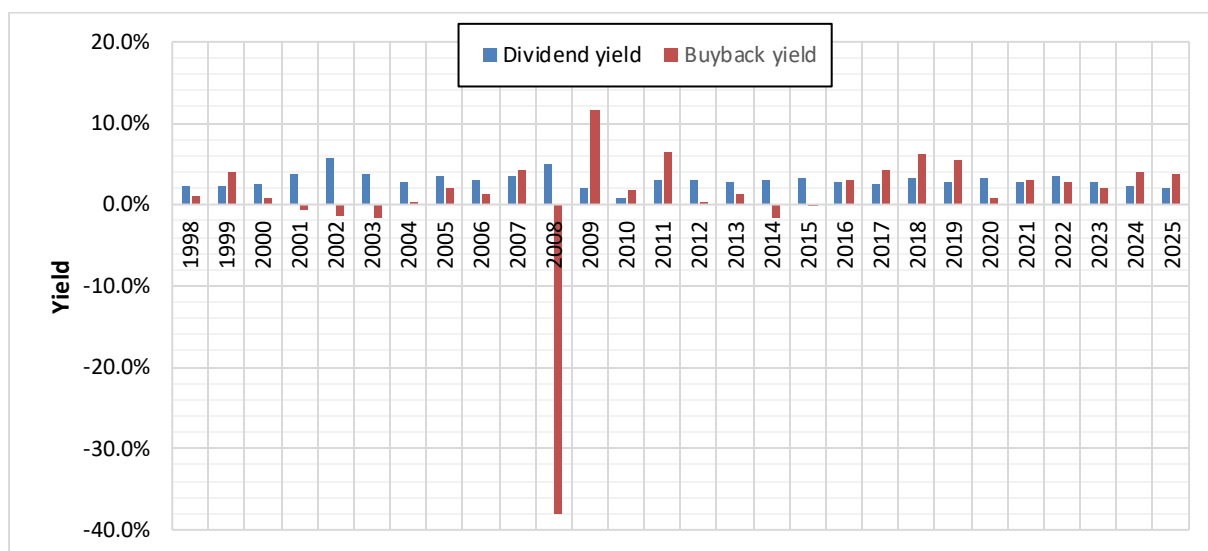


Figura 7. Dividend e buyback yield annual di JP Morgan. Fonte: Bloomberg.

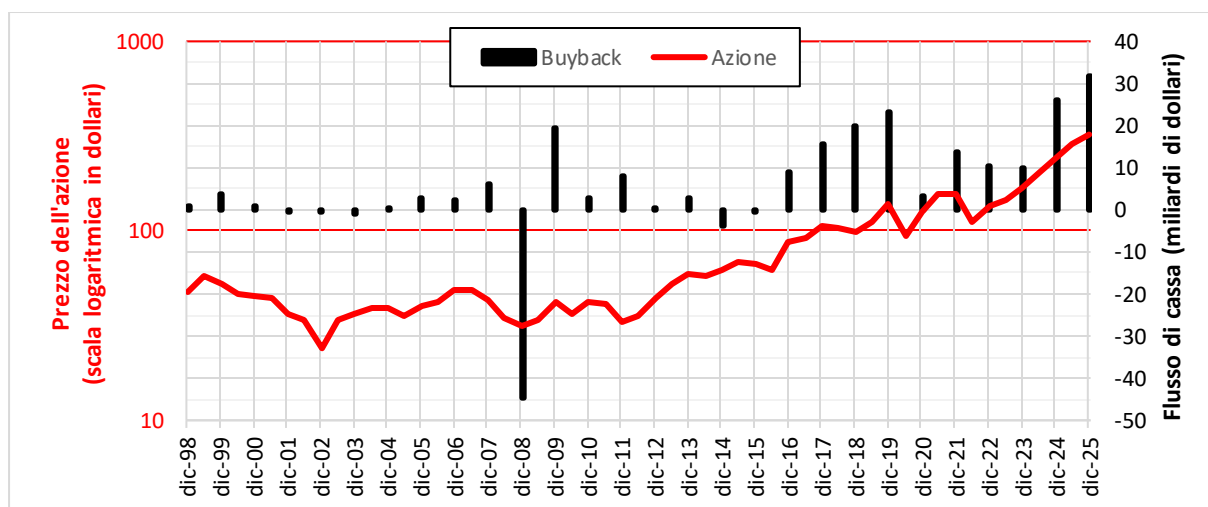


Figura 8. Prezzo dell'azione e flusso di cassa destinato a buyback di JP Morgan. Fonte: Bloomberg.

4.4 Exxon Mobil Corporation

Exxon Mobil Corporation (ticker: XOM) è una compagnia petrolifera con sede a Spring (Texas). È una delle compagnie petrolifere più grandi al mondo ed ha una capitalizzazione di circa 500 miliardi di dollari (al 31 dicembre 2025). Exxon si occupa sia di esplorazione ed estrazione del petrolio che di raffinazione, trasporto e commercializzazione di prodotti petroliferi e petrolchimici.

Da un punto di vista della remunerazione degli azionisti, Exxon ha la peculiarità di aver mantenuto una base stabile e crescente di dividendi, a cui si aggiungono spesso i buyback in misura altamente volatile (Figura 9 e Figura 10). Probabilmente la natura dei riacquisti azionari da parte di Exxon è strettamente legata al prezzo del petrolio: ad esempio, il periodo in cui non è stato effettuato alcun buyback (2016-2021) è stato caratterizzato da un prezzo medio del petrolio inferiore agli altri periodi (Figura 11). In pratica, la società cerca sempre di remunerare gli azionisti tramite dividendi (e fino ad oggi è sempre riuscita nel suo intento) e, nei periodi in cui il prezzo del petrolio le permette di ottenere profitti maggiori, procede con riacquisti azionari più o meno grandi. Questa strategia permette di approfittare dei periodi positivi, ma ha un difetto: nei periodi in cui il prezzo del petrolio è alto, anche il prezzo delle azioni tende ad esserlo in quanto esso riflette l'alta marginalità dell'azienda. Per cui, nei periodi di alta marginalità, il numero di azioni che la società riesce a riacquistare (a parità di importo speso) è parecchio inferiore agli altri periodi. A causa di questa strategia, Exxon tende ad effettuare molti buyback proprio nei periodi in cui il prezzo dell'azione è maggiore (biennio 2006-2007) ed a effettuarne pochi nei periodi in cui il prezzo dell'azione è basso (triennio 2017-2019). Per quanto riguarda il biennio 2020-2021, nonostante il discorso sia simile agli anni appena precedenti, con una pandemia in corso è stato probabilmente corretto da parte del management preferire un approccio più prudente e quindi distribuire solamente dividendi. In conclusione, data la ciclicità del settore petrolifero, si può fare affermare che (a parità di altre condizioni) la versione ottima di remunerazione degli azionisti di compagnie petrolifere consista nell'effettuare buyback durante i periodi a bassa marginalità e distribuire dividendi nei periodi ad alta marginalità.

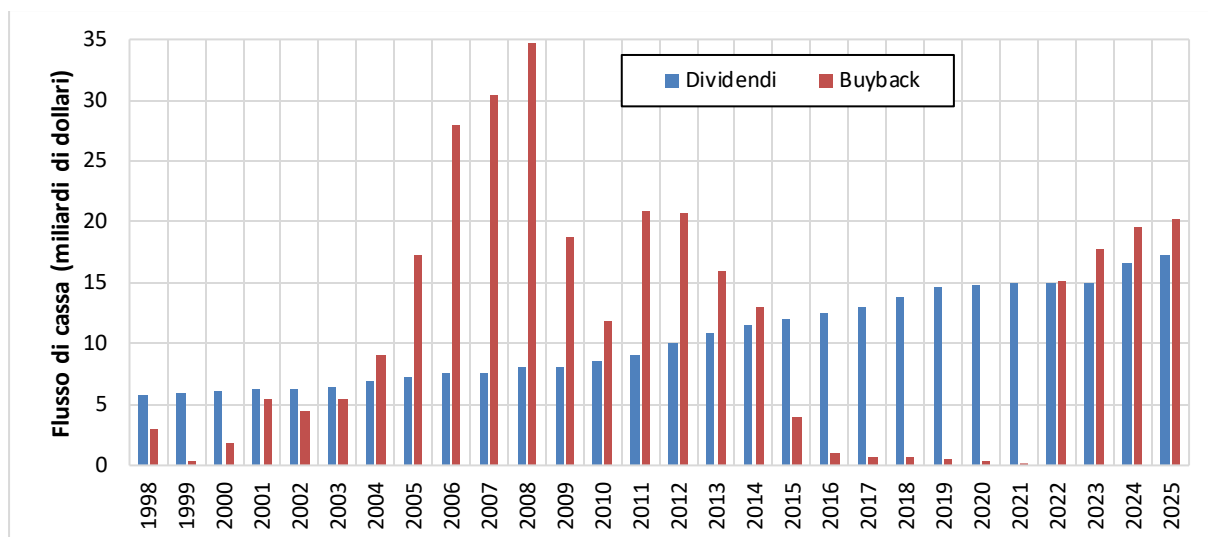


Figura 9. Flusso di cassa annuale destinato a dividendi e buyback di Exxon. Fonte: Bloomberg.

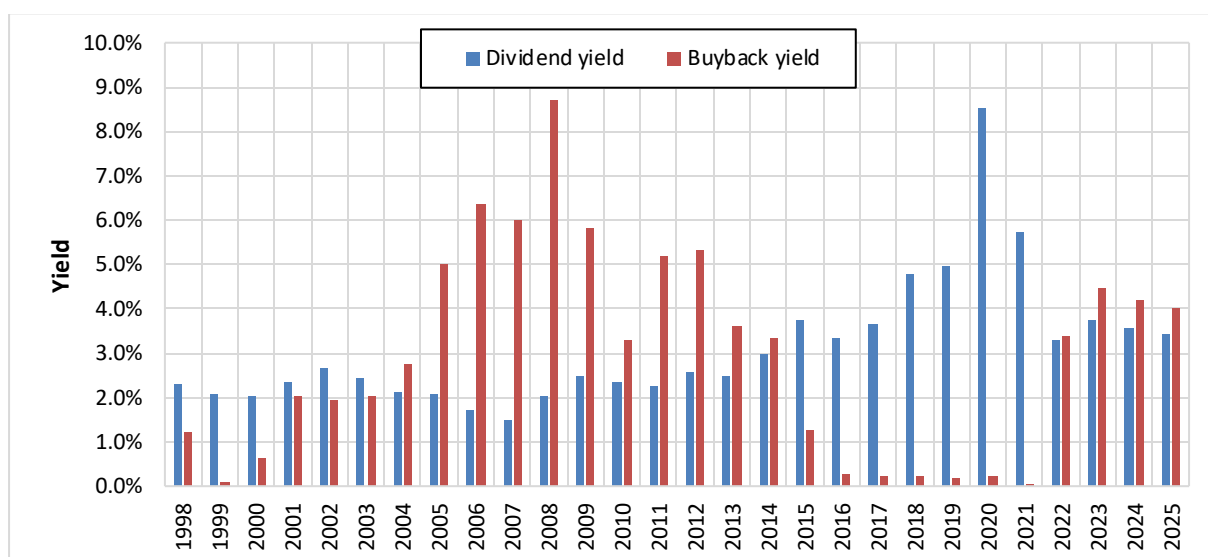


Figura 10. Dividend e buyback yield annual di Exxon. Fonte: Bloomberg.

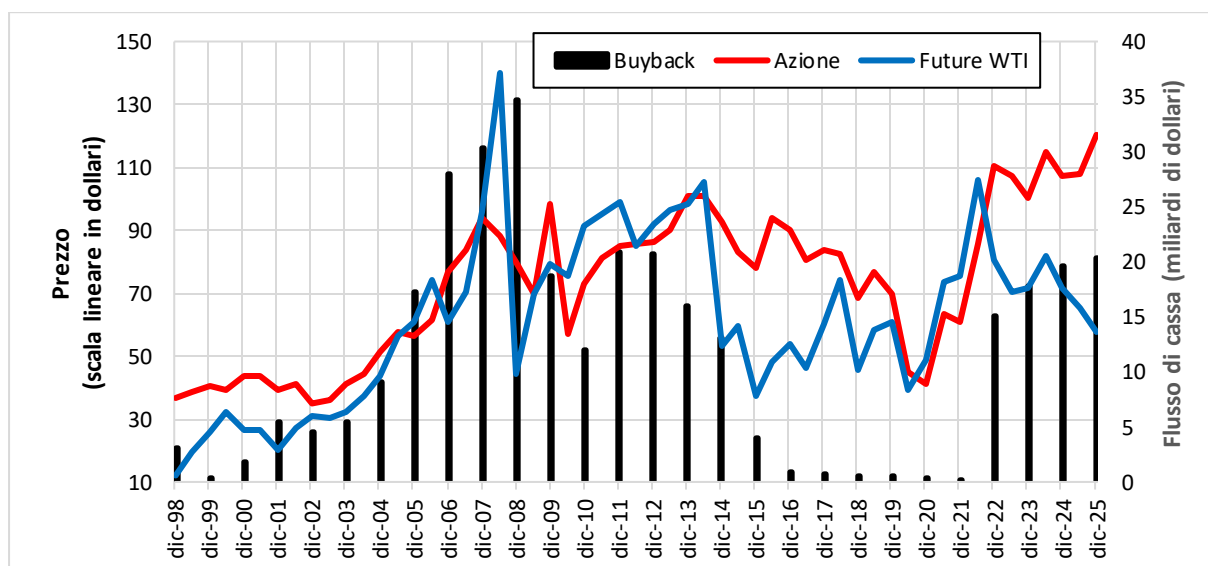


Figura 11. Prezzo future del petrolio WTI, prezzo dell'azione e flusso di cassa destinato a buyback di Exxon. Fonte: Bloomberg.

4.5 Osservazioni

In questo capitolo sono state brevemente esposte le discipline relative alla remunerazione degli azionisti di tre importanti società statunitensi. In conclusione, è possibile affermare che, nonostante il buyback non sia uno strumento che sostituisce completamente il dividendo, esso ricopre un ruolo fondamentale nel diversificare le modalità tramite le quali le società restituiscono denaro agli azionisti. Inoltre, si vede come l'importo destinato al dividendo, in tutti i tre casi esposti, sia molto più stabile dell'importo destinato ai buyback, il quale tra i due strumenti tende ad essere quello il cui utilizzo viene aumentato o ridotto a seconda delle esigenze e delle condizioni economico-finanziarie della società (Exxon ne è un buon esempio). In più, risulta chiaro come sia importante la competenza del management relativamente alla scelta della giusta combinazione dei due strumenti: essa dipende dal punto in cui si è nel ciclo del settore (se il settore è ciclico), dal prezzo delle azioni, dalla fiscalità, dalla capacità della società di generare flusso di cassa, dalle opportunità di investimento (sia dal punto di vista della presenza o meno di opportunità di investimento che da quello della loro convenienza per gli azionisti rispetto a ciò che possono offrire dividendo e/o buyback) ed in generale dalle altre possibili destinazioni del flusso di cassa (per esempio ripagare il debito). Si capisce come la scelta non è né scontata né semplice, ma comunque è molto importante: un management che restituisce denaro agli azionisti in maniera ragionevole aumenta l'attrattività della società e non è sbagliato argomentare che, a parità di altre condizioni, una società che remunera meglio gli azionisti verrà prima o poi premiata con multipli maggiori dal mercato.

Capitolo 5. Confronto tra Stati Uniti d'America ed Unione Europea

La disciplina dei dividendi e dei buyback per le società aventi sede legale all'interno dell'Unione Europea è frammentata tra le nazioni che la compongono. Questo rappresenta un grande ostacolo all'analisi dei due strumenti perché le variabili che influenzano il loro utilizzo non sono univoche per ogni nazione. Ogni paese ha le proprie peculiarità, le quali rendono difficile il tentativo di omogeneizzare a livello europeo l'analisi del dividendo e del buyback. Nondimeno, con le precisazioni ed i limiti del caso, in questo capitolo si cercherà di descrivere quanto più possibile quali sono gli elementi che distinguono maggiormente il sistema europeo da quello statunitense, concludendo con una serie di spunti per migliorare il sistema europeo.

5.1 Frammentazione giuridica

La frammentazione giuridica è una delle differenze maggiori tra il sistema statunitense e quello europeo: ogni nazione europea controlla il proprio codice commerciale e fiscale in una misura molto maggiore di quanto uno stato statunitense controlli il proprio. Di conseguenza, le differenze tra i diversi codici europei tendono ad essere maggiori rispetto alle differenze tra i diversi codici statunitensi. Di fatto quindi, elementi fondamentali come la fiscalità o il modello di governance (con tutto ciò che è legato ad esso, come i meccanismi di decisione dell'organo amministrativo) cambiano di nazione in nazione.²⁸ Ciò influisce sull'utilizzo del dividendo e del buyback perché elementi come la residenza fiscale degli investitori o la sede legale della società possono essere allo stesso tempo vantaggiosi per alcuni azionisti e svantaggiosi per altri. Una società europea, nel momento

²⁸ Commissione Europea. (2024). *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe* (Rapporto Draghi). Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea.

in cui deve decidere che strumento utilizzare per remunerare gli azionisti, deve considerare aspetti come la residenza fiscale dei propri investitori in maniera molto più dettagliata di una società statunitense. Per questo motivo una certa politica di remunerazione degli azionisti può essere sia giusta che sbagliata, e non è immediato capire la strategia ottimale da seguire.

5.2 Approvazione dei soci

Un'altra differenza tra il sistema statunitense e quello europeo è la seguente: in Unione Europea, a causa della Direttiva (UE) 2017/1132, l'acquisto di azioni proprie da parte di una società e l'approvazione della distribuzione di un dividendo devono essere autorizzati preventivamente dall'assemblea dei soci, la quale (nel caso dei buyback) definisce anche la durata di validità del programma (il cui massimo è di cinque anni) e il prezzo minimo e massimo a cui possono essere effettuati i riacquisti sul mercato.²⁹ Questa è una grossa differenza con il sistema statunitense perché in quest'ultimo, come si è visto nel capitolo 2, il BoD non necessita di alcuna autorizzazione dall'assemblea dei soci per distribuire dividendi e per approvare programmi di buyback. Inoltre, tenendo conto che negli Stati Uniti il programma di buyback in genere non ha né scadenze temporali né range di prezzo, si può affermare che il sistema europeo è meno flessibile di quello statunitense, con tutti i vantaggi e gli svantaggi del caso. In Europa ad esempio, a differenza degli Stati Uniti, è di fatto impossibile che il Consiglio di Amministrazione (o l'organo equivalente) effettui dei buyback a prezzi considerati troppo alti dai soci, semplicemente perché questi ultimi non approverebbero il programma. Ma, allo stesso tempo, la flessibilità e la rapidità del sistema statunitense permettono di adattarsi in breve tempo al susseguirsi degli eventi, dando anche la possibilità ad un buon BoD di avere maggiore spazio di manovra. In conclusione, si può dire che negli Stati Uniti viene data maggiore libertà al management rispetto all'Europa o, in altri termini, viene data più responsabilità.

²⁹ Direttiva (UE) 2017/1132.

5.3 Cultura aziendale

Stati Uniti ed Europa hanno diverse culture aziendali, e con ciò si intende che a parità di altre condizioni, la stessa società tende ad utilizzare le proprie risorse in maniera differente a seconda che si trovi negli Stati Uniti o in Europa. Ci sono due aspetti da considerare: la differenza di cultura aziendale tra Europa e Stati Uniti e la differenza tra i vari stati europei. Per quanto riguarda la prima, si può senz'altro affermare che la cultura aziendale statunitense mette al primo posto l'azionista e, per questa ragione, le società americane tendono ad essere maggiormente disposte a fare il possibile per aumentare il rendimento degli azionisti rispetto alle società europee, nelle quali il ritorno dell'azionista ha un ruolo sicuramente importante ma non fondamentale come negli Stati Uniti.³⁰ Nel sistema europeo la percezione del ruolo di una società non si limita solamente alla massimizzazione del valore per gli azionisti e questo perché la società non è vista come entità a sé stante, bensì come elemento facente parte di un sistema economico più grande.³¹ Quindi, la funzione della società europea non è più solo il ritorno degli azionisti, ma è pure garantire un contesto che favorisca anche soggetti come dipendenti e fornitori. Queste ragioni sono sicuramente un grande fattore che disincentiva l'investimento nelle società europee: l'investitore sa che negli Stati Uniti la società tenderà a mettere i suoi interessi al di sopra di molti altri, per cui è più disposto a rischiare il proprio capitale negli Stati Uniti piuttosto che in Europa, dove non è scontato che i suoi interessi vengano preferiti a quelli di altre categorie di soggetti.

Inoltre, per quanto riguarda le differenze culturali tra le varie nazioni facenti parte dell'Unione Europea, si può affermare che sono paragonabili per entità a quelle tra Europa e Stati Uniti: il grado di differenziazione è molto alto, molto più delle differenze esistenti tra i vari stati statunitensi. Ci sono nazioni europee le cui società hanno storicamente preferito i dividendi ai buyback ed altre invece che vedono sempre più il dividendo perdere attrattiva rispetto al buyback. Di conseguenza, un investitore italiano avrà in media una concezione diversa di come una società dovrebbe operare rispetto ad un investitore francese. Se a questo si aggiunge il fatto che tra due nazioni ci sono una diversa fiscalità, un diverso codice commerciale e (quasi sempre) una diversa lingua, risulta

³⁰ Friedman, M. (1970, 13 settembre). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.

³¹ Freeman, R. E. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.

chiaro come l'investimento intereuropeo sia per sua natura un investimento molto più complicato rispetto ad un investimento interstatunitense.

5.4 Struttura della proprietà

Per struttura della proprietà di una società si intende la tipologia di soci della società stessa. Essa costituisce una differenza tra il sistema europeo e quello statunitense perché nel primo la proprietà tende ad essere più concentrata rispetto al secondo.³² Ciò è dovuto al fatto che in Europa le società sono per lo più caratterizzate dalla presenza di un singolo grosso azionista (o un singolo grosso gruppo di azionisti) che in genere è la famiglia fondatrice, mentre nelle società statunitensi la struttura della proprietà è più frammentata in quanto è divisa tra soci fondatori, fondi di investimento ed investitori privati in misura maggiore rispetto all'equivalente europeo (Tabella 3). Questa differenza nella struttura della proprietà influisce sull'utilizzo del dividendo ed del buyback nel seguente modo: la società europea tenderà maggiormente verso il dividendo perché è probabilmente la principale fonte di flusso di cassa della famiglia, nonché la modalità tradizionale con la quale essa si è retribuita nel corso della vita della società;³³ la società americana invece, anche grazie alla struttura frammentata della società, non è vista solamente come un generatore di flusso di cassa ma anche come investimento a lungo termine. L'elemento che probabilmente fa maggiormente la differenza è la presenza di fondi passivi e di investimento: per essi lo scopo dell'investimento non è il generare un flusso di cassa, bensì aumentare il valore del capitale investito, tant'è che spesso nei fondi passivi i dividendi ricevuti vengono reinvestiti nel fondo stesso (processo che, come si è visto nel capitolo 3, è parecchio inefficiente dal punto di vista fiscale).³⁴

³² La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). *Corporate ownership around the world*.

³³ Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2012). *Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone*.

³⁴ Ferreira, M. A., Massa, M., & Matos, P. (2010). *Dividend clienteles around the world: Evidence from institutional holdings*.

Bayerische Motoren Werke AG (BMW)		General Motors Company	
Azionista	Quota di partecipazione (%)	Azionista	Quota di partecipazione (%)
AQTON SE	27.5	Vanguard Group, Inc.	11.7
Klatten Susanne	22.4	BlackRock	9.2
BlackRock	3.1	State Street Corporation	4.9
Vanguard Group, Inc.	2.9	Franklin Resources, Inc.	4.2
Flossbach von Storch AG	1.6	Geode Capital Management, LLC	2.4

Tabella 3. Maggiori cinque azionisti e relativa quota di partecipazione di BMW e General Motors al 19 maggio 2026. Nel primo caso si può vedere la tipica struttura europea: i primi due azionisti fanno parte della famiglia che ha il controllo di BMW da circa settanta anni e possiedono circa il 50% della società. Nel secondo caso, invece, risalta la struttura frammentata tipica delle società americane: i maggiori azionisti sono fondi di investimento e l'azionista maggiore (in questo caso Vanguard) non possiede una quota nettamente maggiore degli altri soci. Fonte: Bloomberg.

5.5 Stock-based compensation

La stock-based compensation (da ora in poi: SBC) è una forma di remunerazione non monetaria che consiste nell'assegnazione di azioni a dipendenti o manager della società. Negli Stati Uniti questa forma di remunerazione è utilizzata in misura maggiore rispetto all'Europa (Figura 12).³⁵ Nella pratica, nel momento in cui avviene l'assegnazione delle azioni ai manager o ai dipendenti della società avviene una diluizione azionaria, a meno che le azioni distribuite non siano treasury stocks. Proprio per evitare diluizioni, le società americane tendono ad effettuare più buyback delle società europee (nelle quali la SBC è meno utilizzata).³⁶ Tuttavia, è necessario sottolineare che nel momento in cui la società utilizza treasury stocks per la SBC non c'è diluizione ma non c'è nemmeno alcun tipo di guadagno per gli azionisti in quanto le azioni proprie della società non vengono ritirate

³⁵ Munich Personal RePEc Archive (MPRA). (2025). *Why do American CEOs get paid more than their European Counterparts?*. University of Munich.

³⁶ Kahle, K. M. (2002). When options are exercised: an analysis of the share repurchase decision. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235-261.

ma semplicemente ridistribuite.

Lo scopo della SBC è allineare dipendenti e manager ad una visione a lungo termine della società.³⁷ Non è sbagliato affermare che una SBC effettuata con azioni di nuova emissione è un trasferimento di valore dagli azionisti esistenti ai beneficiari della SBC. Tuttavia, nel caso in cui la SBC sia effettuata tramite treasury stocks (e quindi non ci sia diluizione), la SBC è un ottimo strumento di incentivazione per dipendenti e manager. Il fatto che negli Stati Uniti la SBC venga utilizzata di più che in Europa sottolinea ancora come la società per azioni americana non è vista solo come un generatore di flusso di cassa bensì come un investimento a lungo termine, in cui si è disposti a rinunciare al flusso di cassa attuale per ottenere maggiori guadagni in conto capitale nel futuro.

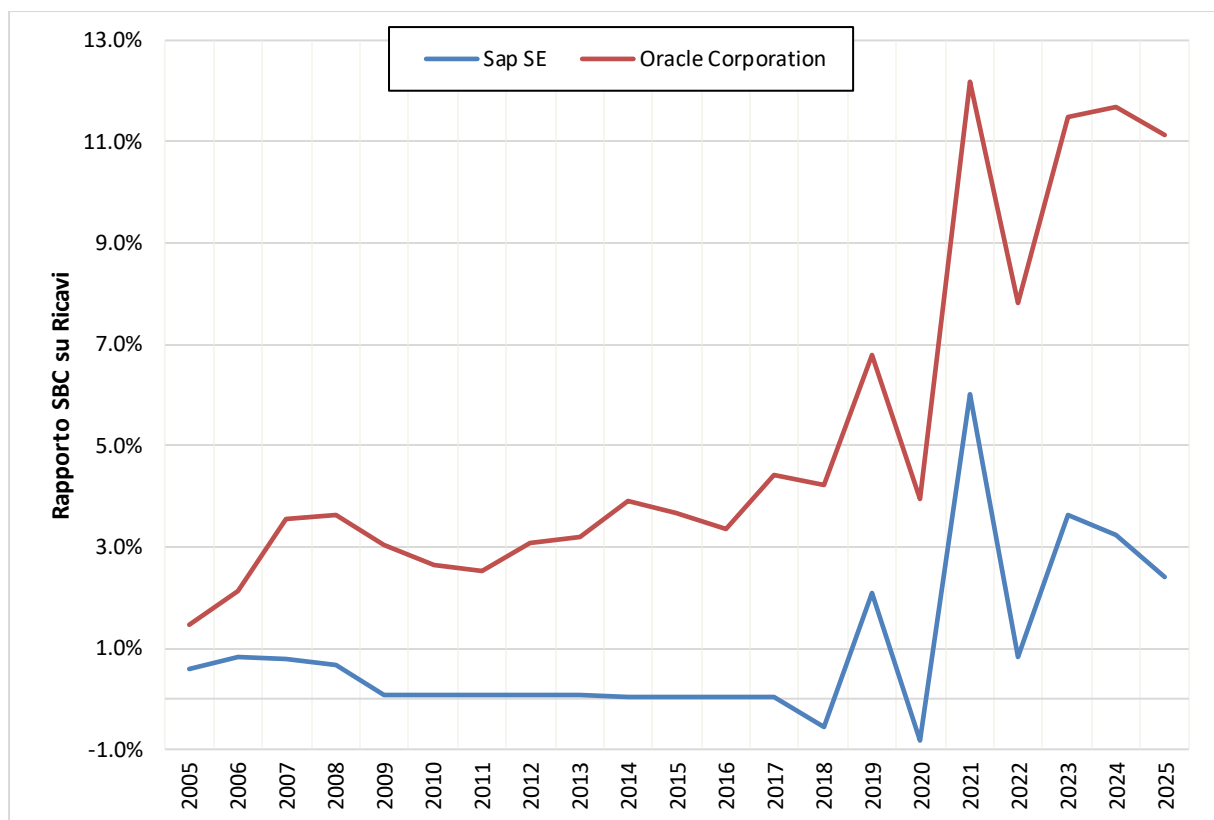


Figura 12. Rapporto Stock-Based-Compensation su Ricavi delle società Sap SE (europea) e Oracle Corporation (statunitense). Queste due società operano entrambe nel settore software e rappresentano un esempio di come una società europea tenda ad avere un rapporto costantemente e nettamente minore rispetto all'equivalente americana. Fonte: Bloomberg.

³⁷ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2023). *Principles of Corporate Finance* (14^a ed.). McGraw-Hill Education.

5.6 Spunti migliorativi

Il problema dell'attrattività dei capitali in Europa è molto complesso in quanto non è solamente funzione di ciò di cui si è discusso in questa tesi, ma anche di una serie di variabili il cui numero e la cui importanza è spesso difficile da conoscere. Tuttavia, partendo dal presupposto che c'è sicuramente qualcosa da migliorare, in questa parte si cercherà di illustrare qualche aspetto che si potrebbe sviluppare per aumentare l'attrattività dell'Europa.

Armonizzazione fiscale e burocratica. L'armonizzazione fiscale e burocratica è senza dubbio l'ostacolo maggiore da superare, ma è sicuramente un passo necessario al fine di migliorare il sistema economico europeo. Si tratta appunto di un problema complesso, però per risolverlo non è necessario che ogni nazione abbia le stesse norme in materia fiscale e burocratica: è sufficiente allineare a grandi linee le nazioni in quelle caratteristiche che sono più di interesse agli investitori, prime fra tutte la fiscalità e le strutture societarie. Negli ultimi anni, in questa direzione sono state varate alcune iniziative europee che hanno come scopo quello di creare la cosiddetta *Capital Markets Union* (Unione dei Mercati dei Capitali),³⁸ ad esempio: la direttiva Faster, la quale riduce il tempo di recupero delle ritenute fiscali in eccesso;³⁹ il progetto BEFIT (*Business in Europe: Framework for Income Taxation*), il quale una volta in vigore dovrebbe semplificare il calcolo della base imponibile per le grandi imprese operanti in più stati europei;⁴⁰ la Direttiva (UE) 2026/799, la quale armonizza aspetti legati all'insolvenza che prima erano frammentati tra i vari stati europei.⁴¹ Queste direttive dimostrano che l'intenzione di ottenere una Unione dei Mercati dei Capitali è presente, e sono sicuramente positive per l'attrattività del sistema economico europeo. Tuttavia, la distanza che separa l'armonizzazione europea a quella statunitense è ancora molto grande, soprattutto a livello fiscale.⁴²

La condizione ideale sarebbe una analoga a quella statunitense: una tassa uguale per ogni

³⁸ Commissione Europea, Comunicazione COM(2020) 590 (Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali).

³⁹ Direttiva (UE) 2024/3114 del Consiglio, del 10 dicembre 2024 (FASTER).

⁴⁰ Commissione Europea, Proposta di Direttiva del Consiglio COM(2023) 532 final (BEFIT).

⁴¹ Direttiva (UE) 2026/799 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 1º aprile 2026.

⁴² Thiemann, M., & Lepoutre, J. (2022). Striving for a Single Market: The fiscal hurdles of the Capital Markets Union. *Journal of European Public Policy*, 29(4), 567-585.

nazione, a cui si aggiunge una tassa statale.⁴³ Una modalità del genere permetterebbe anche al sistema di approfittare della competitività tra i sistemi fiscali nazionali in misura maggiore ad oggi, in quanto le differenze sarebbero più chiare.⁴⁴ È probabile che l'ostacolo maggiore per il raggiungimento di una situazione del genere sia di natura politica: ogni nazione dovrebbe rinunciare alla propria sovranità fiscale (quasi totale), e dato che le riforme fiscali europee necessitano dell'unanimità per essere approvate, è sufficiente un solo stato membro contrario per bloccare la riforma.⁴⁵

Armonizzazione linguistica. L'Europa, a differenza degli Stati Uniti, è caratterizzata da una diversità quasi completa di linguaggio. Questo può essere considerato un limite invalicabile, tuttavia nell'ambito delle società quotate si potrebbe assumere qualche decisione che faciliti l'investimento da un punto di vista linguistico. Attualmente, una società quotata solamente nel proprio paese di origine ha l'obbligo di redigere il bilancio in una delle lingue accettate dallo Stato di cui fa parte. Se invece una società è quotata contemporaneamente in più stati membri, essa deve redigere il bilancio in una lingua accettata da ogni Stato in cui è quotata oppure in una lingua comunemente accettata nel settore della finanza internazionale (di fatto, l'inglese).⁴⁶ A causa di queste normative, le piccole-medie società quotate solamente nel proprio paese di origine in genere pubblicano il proprio bilancio nella lingua locale, limitando di molto il numero di soggetti che possono leggerlo ed analizzarlo. Nonostante le grandi società tendano già a pubblicare il proprio bilancio in inglese, imporre di fare lo stesso a piccole e medie società aumenterebbe i flussi di capitale in entrata.⁴⁷

Relativamente a questo tema, il regolamento *European Single Access Point* (Punto di Accesso Unico Europeo, da ora in poi: ESAP) rappresenta una buona iniziativa.⁴⁸ Si tratta di una piattaforma digitale che raccoglierà le informazioni finanziarie delle società quotate europee con strumenti di traduzione assistita, al fine di creare un unico punto

⁴³ U.S. Code, Title 26, cit.

⁴⁴ European Commission. (2020). *Tax Policies in the European Union: Survey*. Directorate-General for Taxation and Customs Union.

⁴⁵ Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), Articolo 115.

⁴⁶ Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004 (Direttiva Trasparenza), Articolo 20.

⁴⁷ Jeanjean, T., Stolowy, H., Ashbaugh-Skaife, H., & Hayn, C. P. (2015). *International evidence on the impact of adopting English as an external reporting language*. Journal of International Business Studies, 46(2), 180-205.

⁴⁸ Regolamento (UE) 2023/2859 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023 (Regolamento ESAP).

istituzionale in cui poter visualizzare e confrontare le società stesse. Il regolamento ESAP è in vigore, ma la piattaforma dovrebbe diventare operativa entro la fine del 2027.

Mercato unico europeo. In Europa la distribuzione delle società tra le varie borse nazionali è parecchio maggiore rispetto agli Stati Uniti (Tabella 3).⁴⁹ Creare una borsa europea di riferimento permetterebbe una maggiore liquidità ed una maggiore attrattività del mercato.⁵⁰ Un ottimo tentativo in questo senso è rappresentato dalla borsa Euronext, la quale unisce in un'unica piattaforma le borse di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Lisbona, Dublino, Oslo e Milano. Aumentare il bacino di borse compreso nel mercato Euronext è un passo necessario al fine di ottenere l'Unione dei Mercati dei Capitali.

Borsa	Capitalizzazione (bilioni di dollari)
Euronext	7.5
London Stock Exchange	4.0
Deutsche Börse	3.1
SIX Swiss Exchange	1.8
Nasdaq Nordic	1.8
Totale Europa fisica	21.9

Tabella 4. Capitalizzazione delle principali borse europee a maggio 2026 (per completezza sono riportate anche le borse delle nazioni non appartenenti all'Unione Europea). Si può notare come la distribuzione della capitalizzazione delle borse europee sia piuttosto frammentata a differenza degli Stati Uniti in cui le borse NYSE e Nasdaq (le cui dimensioni sono rispettivamente 31.0 e 36.0 bilioni di dollari) comprendono la quasi totalità della capitalizzazione americana (pari a 73.3 bilioni di dollari). Fonte: Wikipedia.

Unione monetaria. Attualmente, sette stati membri dell'Unione Europea non hanno ancora adottato l'euro come moneta. Di questi sette, sei sono obbligati ad adottarlo appena saranno soddisfatti alcuni criteri,⁵¹ mentre uno (la Danimarca) ha ottenuto l'esclusione dall'obbligo di adozione dell'euro,⁵² anche se di fatto è come se fosse stato adottato in

⁴⁹ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2024). *Annual Statistical Report: EU Securities Markets*.

⁵⁰ Commissione Europea. (2020). Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione. COM(2020) 590 final.

⁵¹ Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), Articoli 139-140.

⁵² Protocollo n. 16 sugli "opt-out" (Trattato di Maastricht) e Protocollo n. 22.

quanto il cambio euro-corona danese è praticamente costante grazie agli Accordi di Cambio II.⁵³ In ogni caso, la mancanza di unione monetaria (nonostante sia un aspetto secondario rispetto ad altri) è sicuramente un elemento che riduce l'attrattività dei mercati di questi stati e di conseguenza dell'Unione Europea, in quanto aggiunge un elemento di incertezza costituito dalle variazioni nel tasso di cambio. Da questo punto di vista, l'unica soluzione è velocizzare e assicurare il meccanismo di adozione dell'euro una volta che i criteri siano stati soddisfatti. Può sembrare scontato, ma il caso della Svezia è esplicativo: nonostante sia attualmente obbligata ad adottare l'euro, ciò non è ancora avvenuto perché la popolazione ha votato contro in un referendum.⁵⁴

⁵³ Risoluzione del Consiglio europeo sull'istituzione di un meccanismo di cambio (16 giugno 1997).

⁵⁴ Rapporto sulla Convergenza della Banca Centrale Europea (BCE), 2024.

Conclusione

Nella presente tesi è stata esposta la disciplina dei dividendi e del buyback nelle società quotate statunitensi. Dopo una introduzione dei due strumenti nei primi due capitoli, si sono osservate le differenze tra dividendo e buyback. Tra queste ultime, vale la pena di ricordare le differenze nella fiscalità e nel flusso di cassa, le quali rappresentano l'elemento critico della scelta tra i due strumenti: in termini di fiscalità sono favoriti i buyback, mentre in termini di flusso di cassa sono favoriti i dividendi. Comunque, in generale, si può concludere dall'analisi dei due strumenti che il buyback è considerato per sua natura una modalità di remunerazione degli azionisti maggiormente rischiosa in quanto il guadagno derivante da esso è differito nel tempo, diversamente dai dividendi. Di fatto, l'efficacia del buyback diminuisce al diminuire della capacità futura della società di generare flusso di cassa, quindi un buyback è una sorta di dichiarazione implicita di fiducia da parte della società riguardo alla propria capacità di generare flusso di cassa in futuro. A questo proposito, la competenza del management è fondamentale. Per essere una buona società non è sufficiente generare flusso di cassa, ma è necessario anche utilizzare in maniera ottimale il denaro che la società produce, e ciò è compito del management. Infatti, esso deve assicurarsi di allocare il capitale nella modalità migliore per l'azionista valutando tutte le opzioni disponibili, tra le quali non si trovano solamente i dividendi ed i buyback, ma anche per esempio le possibilità di ridurre il debito e di investire per la crescita. Un management che è capace di allocare il capitale in maniera ottimale per gli azionisti è auspicabile per la società e, anche se non è l'unico fattore rilevante (si può fallire anche con un grande management), esso può fare una differenza enorme per l'azionista. Nel capitolo 4 sono state esposte le modalità di retribuzione degli azionisti di tre grosse ed importanti società statunitensi. Come già accennato nel capitolo 4, non è possibile estendere il comportamento delle tre società agli interi settori di cui fanno parte. Tuttavia, per quanto riguarda i casi visti, si può affermare che il buyback è uno strumento che ormai è utilizzato di norma e che è affiancato al più tradizionale dividendo, il quale però non è stato scartato. Inoltre, si può senz'altro affermare che utilizzare il buyback in maniera ottimale non è semplice perché per la società è facile

tendere ad effettuare maggiori riacquisti quando essa sta andando bene, ovvero proprio quando il prezzo delle azioni è maggiore (un esempio è Exxon). In casi del genere, è probabile sia corretto allocare il capitale in maniera diversa, per esempio tramite dividendi. Nel capitolo 5 sono state illustrate le principali differenze tra il sistema europeo e quello statunitense. Si è visto come negli Stati Uniti il buyback sia maggiormente utilizzato rispetto all'Europa, e come questo sia dovuto principalmente al fatto che negli Stati Uniti ci sono una maggiore flessibilità da parte del management, una cultura aziendale più orientata all'investimento a lungo termine, una struttura societaria tendenzialmente frammentata ed un utilizzo maggiore della Stock Based Compensation. Relativamente ai principali ostacoli alla remunerazione degli azionisti in Europa, come già detto, il problema è complicato, ma piccoli passi verso un mercato unico europeo e una armonizzazione fiscale sono utili per attrarre più capitali, come pure lo sarebbe il permettere ad una società di non avere bisogno dell'approvazione dei soci per distribuire dividendi o effettuare buyback.

Per concludere, ogni possibilità di allocazione del capitale da parte della società può essere corretta o meno a seconda delle circostanze. Per esempio, ridurre il debito ha sempre un effetto positivo per la società ma può essere comunque sbagliato farlo se a tal fine si deve rinunciare ad un'ottima opportunità di investimento. Generalmente, è improbabile che una certa allocazione del capitale sia dannosa per la società. Tuttavia, è molto comune che quella certa allocazione non sia così proficua per l'azienda come lo può essere un'altra. Quindi, ogni possibile allocazione del capitale deve essere valutata relativamente alle altre. In questo contesto, il buyback si inserisce come ulteriore possibilità di allocazione del capitale e per questo non è possibile affermare che esso sia sempre migliore o peggiore del dividendo (o di altre tipologie di allocazione). Il buyback crea valore se sono verificate alcune condizioni nella società, tra le quali si trovano ad esempio un prezzo delle azioni non elevato, un flusso di cassa libero disponibile e l'assenza di investimenti promettenti. In assenza di queste condizioni il buyback perde parecchia della sua efficacia. Quindi, in conclusione, il suo utilizzo deve essere valutato attentamente, ma se utilizzato (o non utilizzato) con ragionevolezza non può che essere uno strumento di aiuto alle società ed alla loro attrattiva.

Bibliografia

1. International Monetary Fund. (2026). World Economic Outlook Update, January 2026: Global Economy: Steady amid Divergent Forces.
2. UNCTAD. (2025). World Investment Report 2025: Investment and the New Industrial Policy. United Nations.
3. Delaware Department of State. (2025). Annual Report of the Delaware Division of Corporations 2024.
4. Hague Conference on Private International Law. (1956). Convention concerning the recognition of the legal personality of foreign companies, associations and institutions.
5. U.S. Securities and Exchange Commission. (1934). Securities Exchange Act of 1934.
6. Internal Revenue Service. (2026). Taxation in the United States: Federal and State tax overview. U.S. Department of the Treasury.
7. Nasdaq. (2026). Institutional Holdings: Financial Select Sector SPDR Fund (XLF), Utilities Select Sector SPDR Fund (XLU), and Industrial Select Sector SPDR Fund (XLI).
8. Tax Foundation. (2026). State Individual Income Tax Rates and Brackets for 2026.
9. Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Financial Economics*, 48(3), 313-340.
10. U.S. Securities and Exchange Commission. (2023). Share Repurchase Disclosure Modernization: Final Rule. *Federal Register*, 88(95), 31602-31646.
11. Bagwell, L. S. (1992). Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity. *Journal of Financial Economics*, 31(1), 71-105.
12. Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. C. (2014). Payout Policy. *Annual Review of Financial Economics*, 6(1), 75-134.
13. Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2023). *Corporate Finance* (6th ed.). Pearson.
14. Callegari, G. "Analysis of the dividend policy of the leading firms in the sportswear industry". Tesi di laurea, Università Ca' Foscari di Venezia, 2020.
15. Soros, G. (1987). *The Alchemy of Finance*. John Wiley & Sons.

16. Commissione Europea. (2024). *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe* (Rapporto Draghi). Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea.
17. Freeman, R. E. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
18. Friedman, M. (1970, 13 settembre). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.
19. Ferreira, M. A., Massa, M., & Matos, P. (2010). *Dividend clienteles around the world: Evidence from institutional holdings*.
20. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). *Corporate ownership around the world*.
21. Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2012). *Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone*.
22. Kahle, K. M. (2002). When options are exercised: an analysis of the share repurchase decision. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235-261.
23. Munich Personal RePEc Archive (MPRA). (2025). *Why do American CEOs get paid more than their European Counterparts?*. University of Munich.
24. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2023). *Principles of Corporate Finance* (14^a ed.). McGraw-Hill Education.
25. Thiemann, M., & Lepoutre, J. (2022). Striving for a Single Market: The fiscal hurdles of the Capital Markets Union. *Journal of European Public Policy*, 29(4), 567-585.
26. Jeanjean, T., Stolowy, H., Ashbaugh-Skaife, H., & Hayn, C. P. (2015). *International evidence on the impact of adopting English as an external reporting language*. *Journal of International Business Studies*, 46(2), 180-205.
27. European Securities and Markets Authority (ESMA). (2024). *Annual Statistical Report: EU Securities Markets*.
28. Commissione Europea. (2020). Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione. COM(2020) 590 final.
29. Rapporto sulla Convergenza della Banca Centrale Europea (BCE), 2024.

Sitografia

1. <https://www.investopedia.com/terms/q/qualifieddividend.asp>
2. <https://www.investopedia.com/terms/o/ordinary-dividends.asp>
3. <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendreceiveddeduction.asp>
4. <https://www.investopedia.com/terms/d/dividend-exclusion.asp>
5. <https://www.investopedia.com/terms/t/taxbracket.asp>
6. <https://www.irs.gov/individuals/international-taxpayers/taxation-of-nonresident-aliens>

Riferimenti normativi

1. U.S. Code, Title 26 (Internal Revenue Code), 2026.
2. Delaware Code Annotated, Title 8 (Corporations), 2026.
3. Financial Accounting Standards Board (FASB). (2026). Accounting Standards Codification (ASC) [Topic 505].
4. Direttiva (UE) 2017/1132.
5. Direttiva (UE) 2024/3114 del Consiglio, del 10 dicembre 2024 (FASTER).
6. Direttiva (UE) 2026/799 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 1^o aprile 2026.
7. Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), Articolo 115.
8. Commissione Europea, Comunicazione COM(2020) 590 (Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali).
9. Commissione Europea, Proposta di Direttiva del Consiglio COM(2023) 532 final (BEFIT).
10. European Commission. (2020). *Tax Policies in the European Union: Survey*. Directorate-General for Taxation and Customs Union.
11. Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004 (Direttiva Trasparenza), Articolo 20.
12. Regolamento (UE) 2023/2859 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023 (Regolamento ESAP).
13. Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), Articoli 139-140.
14. Protocollo n. 16 sugli "opt-out" (Trattato di Maastricht) e Protocollo n. 22.
15. Risoluzione del Consiglio europeo sull'istituzione di un meccanismo di cambio (16 giugno 1997).