ALESSANDRA PESCHINI

Share buyback: discrezionalità gestoria e tutela degli azionisti

Un'analisi comparata a partire dal caso Nvidia

Il paper analizza il riacquisto di azioni proprie come strumento di corporate finance e corporate governance, prendendo spunto dal programma di buyback di Nvidia. Approfondisce la disciplina statunitense, il ruolo del board of directors e la regolamentazione della SEC, con particolare attenzione alla tutela degli azionisti e all'integrità del mercato. Il caso Nvidia offre infine l'occasione per confrontare il modello statunitense con la disciplina italiana prevista dal codice civile.

Sommario

Il riacquisto di azioni proprie 3

Finalità ed effetti del buyback 5

Restituzione di capitale agli azionisti 5

Effetti sul valore delle azioni e sulla struttura del capitale 6

Vantaggi e criticità dell'operazione 7

Quadro normativo 9

La disciplina statunitense del buyback 9

Delaware General Corporation Law 9

La Rule 10b-18 della SEC 10

Obblighi di disclosure e tutela del mercato 11

Il ruolo del Board of Directors 12

Buyback e corporate governance 13

Il caso Nvidia 15

Il confronto con l'ordinamento italiano 17

Bibliografia 19

Il riacquisto di azioni proprie

Il riacquisto di azioni proprie, conosciuto anche come share buyback o share repurchase, è l'operazione in cui un'azienda acquista sul mercato azioni già emesse e possedute dai suoi azionisti. Con questa operazione, la società assume dunque simultaneamente il ruolo di emittente e di acquirente dei suoi titoli. È uno strumento ampiamente utilizzato nei mercati finanziari, in particolare negli Stati Uniti, dove negli ultimi anni il buyback è diventato uno dei principali strumenti attraverso cui le aziende quotate amministrano il capitale e ridistribuiscono risorse ai loro azionisti.

Dal punto di vista pratico, il riacquisto può essere effettuato in modi diversi. Il metodo più diffuso consiste negli acquisti sul mercato aperto, tramite i quali l'azienda acquista gradualmente le proprie azioni in base alle condizioni di mercato. In alternativa, si possono impiegare offerte pubbliche destinate agli azionisti, trattative effettuate direttamente con specifici investitori o altri meccanismi ammessi dalla normativa vigente. L'approvazione di un programma di buyback non implica automaticamente che la società debba acquistare l'intero numero di azioni previsto: essa stabilisce di solito il limite entro cui gli amministratori possono eseguire il riacquisto, concedendo alla società una certa flessibilità riguardo ai tempi e alle dimensioni reali dell'operazione.

Dopo l'acquisto, le azioni possono essere conservate dalla società come treasury shares, annullate o utilizzate in seguito per scopi aziendali specifici, come piani di compenso basati su strumenti finanziari o operazioni straordinarie. Il riacquisto può anche portare a una diminuzione del numero di azioni realmente in circolazione e, se le azioni vengono annullate, influenzare in modo duraturo la struttura del capitale della società.

Il buyback deve essere distinto dalla distribuzione dei dividendi, anche se entrambi sono strumenti tramite cui un'azienda può trasferire valore ai propri azionisti. Nel caso del dividendo, la distribuzione coinvolge di solito tutti gli azionisti in relazione alla quota di partecipazione detenuta; nel riacquisto, al contrario, il trasferimento di risorse avviene per gli azionisti che scelgono di cedere le proprie azioni. Inoltre, sebbene il pagamento di dividendi non alteri il numero delle azioni in circolazione, il buyback può cambiarne la quantità e, di conseguenza, influenzare la posizione relativa degli azionisti rimasti nella società.

Proprio per queste peculiarità, il riacquisto di azioni proprie non rappresenta un semplice atto finanziario. Esso influisce sulla composizione proprietaria dell'azienda, sull'uso delle risorse disponibili e sul legame tra amministratori e azionisti. L'assegnazione di capitale per il riacquisto invece di mantenerlo o utilizzarlo per nuovi investimenti rappresenta quindi una significativa opzione di gestione aziendale. Da questa doppia natura, finanziaria e societaria, nascono sia la diffusione dello strumento che le molteplici problematiche di corporate governance ad esso associate.

Finalità ed effetti del buyback

Restituzione di capitale agli azionisti

Una delle principali motivazioni per il riacquisto di azioni proprie è la restituzione agli azionisti di risorse finanziarie considerate in surplus rispetto alle necessità operative e di investimento della società. Quando un'azienda produce liquidità che supera quella necessaria per sostenere l'operatività quotidiana, gli investimenti previsti e il rimborso del debito, il consiglio di amministrazione può scegliere di attribuire una frazione di queste risorse agli azionisti attraverso la distribuzione di dividendi o tramite un piano di buyback.

In confronto al dividendo, il riacquisto offre una flessibilità superiore. La distribuzione regolare di dividendi genera nel mercato un'aspettativa di stabilità, con la conseguenza che una futura riduzione può essere interpretata negativamente dagli investitori. Un programma di riacquisto, al contrario, può essere modificato con maggiore facilità in base alle condizioni economiche dell'azienda e all'andamento del mercato. L'approvazione di un certo importo non implica, in linea di massima, la necessità di impiegarlo completamente, permettendo ai gestori di pianificare gli acquisti nel corso del tempo.

Il buyback consente anche di trasferire capitale agli azionisti in modo mirato. Coloro che scelgono di vendere le proprie azioni ricevono direttamente il corrispettivo dell'operazione, mentre gli azionisti che mantengono la loro partecipazione possono trarre vantaggio in modo indiretto dalla diminuzione del numero di titoli in circolazione. Questa situazione può causare un incremento della loro quota relativa di partecipazione nella società, anche senza nuovi acquisti.

La scelta di intraprendere un riacquisto trasmette anche al mercato indicazioni riguardanti le valutazioni della direzione. In particolare, il buyback può essere visto come un indicatore che gli

amministratori ritengano il titolo sottovalutato rispetto al suo valore reale. Tuttavia, tale interpretazione non è automatica: le ragioni di un piano di riacquisto possono essere varie e devono essere valutate in base alla condizione finanziaria e alla strategia complessiva dell'azienda.

Effetti sul valore delle azioni e sulla struttura del capitale

Uno degli impatti più immediati del buyback riguarda la quantità di azioni disponibili sul mercato. Se le azioni acquistate venissero annullate o detenute dalla società senza essere incluse in alcuni calcoli finanziari, la base azionaria su cui vengono distribuiti gli utili potrebbe diminuire. A parità di risultato economico totale, questo può causare un incremento dell'earnings per share (EPS), ovvero del profitto assegnabile a ogni azione.

L'incremento dell'EPS non comporta automaticamente un aumento corrispondente del valore economico totale dell'azienda. Può infatti risultare semplicemente dalla diminuzione del denominatore impiegato per calcolare l'indicatore. Proprio per questo motivo, l'impatto dei buyback sugli indicatori per azione costituisce uno degli argomenti più dibattuti dell'operazione: un incremento dell'EPS può indicare una reale creazione di valore, ma può anche risultare principalmente una conseguenza meccanica del riacquisto.

L'operazione può avere un impatto sulla struttura finanziaria dell'azienda. Impiego della liquidità per l'acquisto di azioni proprie porta a una diminuzione delle risorse disponibili e può alterare il rapporto tra capitale proprio e debito. In certe situazioni, il buyback è impiegato per conseguire una struttura del capitale considerata più efficiente, in particolare quando l'azienda ha un livello di liquidità particolarmente elevato.

Anche l'impatto sul valore di mercato delle azioni deve essere considerato con attenzione. Il programma porta dunque un nuovo acquirente nel mercato, potenzialmente incrementando la

domanda del titolo. In aggiunta, l'annuncio può generare una risposta favorevole da parte degli investitori se viene percepito come un indicatore di fiducia della direzione nelle prospettive dell'impresa. Tuttavia, non si può sostenere che ogni buyback produca un aumento permanente del prezzo: l'esito dipende dalle condizioni di mercato, dal prezzo degli acquisti e, in particolare, dalla capacità dell'azienda di creare valore nel lungo periodo.

Vantaggi e criticità dell'operazione

Il riacquisto di azioni proprie può quindi costituire uno strumento efficace per la gestione del capitale, ma comporta anche significative problematiche. Il vantaggio principale è rappresentato dalla chance di ridistribuire agli azionisti capitale non essenziale per l'operatività dell'azienda, conservando al contempo una notevole flessibilità finanziaria. Il buyback, realizzato quando le azioni sono ritenute sottovalutate, può anche costituire un'opzione di investimento favorevole per la società stessa e, in modo indiretto, per gli azionisti che scelgono di conservare la loro quota.

La valutazione si modifica, però, quando le azioni vengono comprate a costi assai elevati. In questo scenario, l'azienda rischia di impiegare risorse che avrebbero potuto essere allocate a attività potenzialmente più proficue. Il problema principale diventa pertanto il costo opportunità: ogni importo speso per il riacquisto di azioni non può essere allo stesso tempo utilizzato per ricerca e sviluppo, acquisizioni, espansione della produzione, riduzione del debito o altre modalità di investimento.

Un altro aspetto critico riguarda il potenziale conflitto tra interessi a breve e a lungo termine. Gli amministratori possono essere motivati a sostenere il valore del titolo o a migliorare certi indicatori finanziari, in particolare quando una parte della loro compensazione è legata all'andamento delle azioni o al raggiungimento di precisi obiettivi economici. In tali situazioni si presenta il pericolo

che il buyback venga impiegato non solo a favore della società e dei suoi azionisti a lungo termine, ma anche per generare vantaggi più rapidi per il management.

Il riacquisto solleva infine interrogativi riguardo all'integrità del mercato. L'impresa generalmente possiede un patrimonio informativo maggiore rispetto agli investitori esterni e potrebbe agire sulle proprie azioni quando ha notizie non ancora note al pubblico. Per tale motivo, l'uso del buyback è affiancato, in particolare per le aziende quotate, da normative specifiche volte a contenere il rischio di manipolazione del mercato e a assicurare un sufficiente livello di trasparenza.

Il buyback presenta dunque una natura ambivalente. Può costituire uno strumento efficiente di allocazione del capitale e di creazione di valore per gli azionisti, ma può anche generare problemi di opportunismo manageriale, ridurre le risorse destinate agli investimenti e incidere sul funzionamento del mercato. Proprio questa tensione spiega perché il riacquisto di azioni proprie sia oggetto non soltanto di valutazioni finanziarie, ma anche di una specifica disciplina giuridica e di particolare attenzione sotto il profilo della corporate governance.

Quadro normativo

La disciplina statunitense del buyback

Negli Stati Uniti non esiste una sola normativa che regoli il riacquisto di azioni proprie. Il contesto pertinente emerge dall'interazione tra il diritto societario di ogni Stato, che determina se e sotto quali condizioni una corporation possa riacquistare le proprie azioni, e la regolamentazione federale dei mercati finanziari, focalizzata principalmente su trasparenza e integrità delle operazioni.

Questa differenza evidenzia la specifica struttura del diritto societario negli Stati Uniti. Le società vengono create secondo le leggi dello Stato scelto e continuano a essere disciplinate dalle normatività societarie applicabili, mentre le società quotate devono anche conformarsi alle normative federali riguardanti le securities, in particolare quelle stabilite nel Securities Exchange Act del 1934 e nelle regolazioni della Securities and Exchange Commission (SEC).

Nel caso di Nvidia, il diritto del Delaware, dove la società è registrata, assume un'importanza notevole. Alle normative societarie stabilite dal Delaware General Corporation Law si aggiungono le norme federali pertinenti alle transazioni di riacquisto realizzate sul mercato.

Delaware General Corporation Law

Il riferimento normativo principale relativo al riacquisto di azioni proprie è costituito dalla Sezione 160 del Delaware General Corporation Law (DGCL). La norma afferma chiaramente che le corporations possono acquistare, riscattare, possedere, trasferire o altrimenti gestire le proprie azioni.

Tale potere non è comunque infinito. La Sezione 160 stabilisce, in particolare, che una società non può comprare o riacquistare le proprie azioni utilizzando denaro o altri beni se il capitale della corporation è già compromesso o se l'operazione provoca una situazione di impairment del capitale. Il limite serve a evitare che un'azienda utilizzi il riacquisto per distribuire agli azionisti risorse indispensabili a mantenere una solida base patrimoniale. La libertà concessa alla corporation nell'acquisto delle proprie azioni è quindi compensata dall'esigenza di preservare l'integrità del capitale e, indirettamente, la posizione dei creditori aziendali.

Le azioni acquisite dalla società possono essere anche conservate come azioni proprie. Secondo la normativa del Delaware, le azioni proprie possedute direttamente dalla corporation non conferiscono diritti di voto e non vengono considerate per il quorum.

Il modello scelto dal Delaware conferisce pertanto alla società un'ampia flessibilità nella gestione delle proprie azioni. A differenza di quanto stabilito in altri ordinamenti, incluso quello italiano, la regolamentazione non fonda il riacquisto su un'autorizzazione assembleare generale preventiva, ma lo integra nel più ampio sistema di distribuzione delle competenze gestionali della corporation.

La Rule 10b-18 della SEC

Insieme alla legislazione statale riguardante le società, esiste anche la normativa federale sul funzionamento dei mercati finanziari. Il problema principale nasce dal fatto che un'azienda che riacquista le proprie azioni diventa al contempo uno dei partecipanti attivi nel mercato del proprio titolo. L'emittente potrebbe quindi avere la possibilità di influenzare il valore delle azioni, generando potenziali problematiche riguardo la manipolazione del mercato.

Per gestire questo rischio, nel 1982 la SEC ha istituito la Rule 10b-18, successivamente aggiornata, che offre un safe harbor per specifiche operazioni di riacquisto realizzate dall'emittente. La norma non prevede di per sé il buyback né definisce le condizioni aziendali necessarie per attuarlo; fornisce invece una tutela contro potenziali contestazioni di manipolazione del mercato quando gli acquisti avvengono in conformità a requisiti specifici.

Il safe harbor si basa principalmente su quattro categorie di requisiti riguardanti le modalità di esecuzione, il momento d'acquisto, il prezzo e il volume delle transazioni. Lo scopo è prevenire che l'emittente accumuli acquisti in modo da esercitare un'influenza artificiale sulla determinazione del prezzo delle proprie azioni.

La partecipazione alla Rule 10b-18 è, tuttavia, facoltativa. La violazione di una delle condizioni non implica automaticamente che il buyback rappresenti una manipolazione del mercato; indica solamente che l'operazione non gode della protezione fornita dal safe harbor. La SEC sottolinea inoltre che questa tutela non può essere richiesta quando gli acquisti siano parte di un piano manipolativo volto, ad esempio, a modificare artificialmente il prezzo di chiusura del titolo o specifici risultati finanziari a breve termine.

La Rule 10b-18 ha un ruolo significativo nel mercato degli Stati Uniti: tenta di bilanciare la libertà delle aziende di riacquistare le proprie azioni con la necessità di prevenire che il vantaggio dell'emittente possa influire negativamente sulla corretta formazione dei prezzi.

Obblighi di disclosure e tutela del mercato

Un altro aspetto della normativa americana riguarda gli obblighi di trasparenza sui riacquisti effettuati dall'emittente. Per le aziende che rientrano sotto la giurisdizione della SEC, l'Item 703

della Regulation S-K impone la segnalazione periodica di informazioni specifiche riguardanti gli acquisti di equity securities fatti dalla società o da entità a essa collegate.

La divulgazione consente agli investitori di essere a conoscenza della presenza e dell'effettiva attuazione dei piani di riacquisto e riveste un'importanza notevole proprio perché l'approvazione di un buyback non implica necessariamente l'acquisto immediato dell'intero importo comunicato. Si rende quindi possibile differenziare tra la massima capacità di riacquisto consentita e le transazioni realmente eseguite nel periodo analizzato.

La questione della trasparenza ha occupato una posizione centrale in un'importante azione della SEC nel 2023. La Commissione ha introdotto una nuova regolamentazione, chiamata Share Repurchase Disclosure Modernization, volta a incrementare gli obblighi informativi e a richiedere informazioni più precise sulle operazioni di riacquisto. La regolamentazione è stata però impugnata presso la United States Court of Appeals for the Fifth Circuit, che a dicembre 2023 ha annullato la norma. A seguito della decisione, la SEC ha chiarito che gli obblighi di disclosure sono ritornati al regime di prima.

L'evoluzione della materia evidenzia quanto il tema dei buyback rimanga un punto di equilibrio complicato tra due necessità opposte. Da una parte, le aziende devono poter fare uso del riacquisto come strumento versatile per gestire il capitale; dall'altra, gli azionisti devono avere informazioni adeguate a valutare le dimensioni, le modalità e gli effetti dell'operazione. La trasparenza e la prevenzione delle pratiche ingannevoli rappresentano di conseguenza aspetti fondamentali della normativa federale statunitense.

Il ruolo del Board of Directors

Nel sistema societario del Delaware, il Consiglio di Amministrazione gioca un ruolo fondamentale nella direzione della corporation. La Sezione 141(a) del Delaware General Corporation Law

conferisce al consiglio di amministrazione l'autorità generale per la gestione della società, includendo anche le scelte riguardanti l'utilizzo delle risorse finanziarie e, di conseguenza, l'approvazione di programmi di riacquisto di azioni proprie.

Il buyback rappresenta una concreta scelta di allocazione dei capitali. Il consiglio deve considerare se impiegare la liquidità a disposizione per comprare azioni proprie o per investimenti, acquisizioni, ricerca e sviluppo, diminuzione del debito o distribuzione di dividendi.

Tale libertà si scontra però con il vincolo dei fiduciary duties per gli amministratori, in particolare il duty of care e il duty of loyalty. Il consiglio deve pertanto operare avvalendosi di informazioni idonee, con onestà e nel beneficio dell'azienda, prevenendo che interessi privati influiscano sulle scelte.

A questi principi si collega la regola del business judgment, che concede agli amministratori un ampio margine di libertà nelle decisioni aziendali. Quando il consiglio opera in modo consapevole, autonomo e privo di conflitti d'interesse, il magistrato di solito non sostituisce il proprio giudizio a quello dei direttori.

È fondamentale prestare particolare attenzione quando il buyback può generare vantaggi indiretti per la dirigenza, come un incremento dell’utile per azione o del valore delle azioni, specialmente se la compensazione degli executives dipende da tali parametri. In tali circostanze, l'indipendenza del consiglio e la correttezza del procedimento decisionale rivestono un'importanza fondamentale.

Buyback e corporate governance

Il riacquisto di azioni proprie presenta questioni significative anche in merito alla corporate governance, poiché implica una decisione cruciale sull'impiego delle risorse aziendali. La scelta di restituire capitale agli azionisti attraverso un buyback deve essere valutata rispetto all'opportunità di riutilizzare le stesse risorse per la crescita dell'azienda.

Una delle principali questioni concerne il legame tra creazione di valore a breve termine e a lungo termine. Un buyback può generare benefici immediati, come la diminuzione delle azioni disponibili e l'aumento dell'utile per azione, ma questi risultati non equivalgono necessariamente a un aumento del valore totale dell'azienda.

Il rischio è particolarmente significativo quando la direzione ha incentivi monetari legati alla performance delle azioni o a specifici indicatori economici. In tali situazioni, la decisione di effettuare il riacquisto potrebbe essere condizionata dall'interesse degli amministratori a ottimizzare i risultati nel breve periodo.

Il fulcro della questione diventa pertanto l'equilibrio tra valore per gli azionisti e sostenibilità della strategia aziendale. Il buyback può fungere da strumento efficace quando l'azienda possiede capitale in eccesso e ha poche possibilità di investimenti più proficui; può, al contrario, essere oggetto di critiche quando riduce le risorse necessarie per la crescita futura o viene impiegato principalmente per mantenere artificialmente il prezzo delle azioni.

Il caso Nvidia

Il caso Nvidia costituisce un esempio particolarmente significativo delle questioni appena analizzate. Nel settembre 2026, il consiglio di amministrazione dell'azienda ha approvato un incremento di 150 miliardi di dollari del programma di buyback, portando a 235 miliardi di dollari l'ammontare complessivo ancora autorizzato per il riacquisto.

È fondamentale evidenziare che tale somma non rappresenta un importo che Nvidia deve necessariamente spendere completamente. Si riferisce alla massima capacità di riacquisto concessa dal consiglio, mentre l'effettiva attuazione del programma sarà influenzata dalle condizioni di mercato, dal valore delle azioni e dalle necessità finanziarie dell'impresa.

La grandezza dell'operazione riflette anzitutto l'elevata capacità di Nvidia di generare liquidità, supportata dall'aumento della richiesta di infrastrutture e semiconduttori connessi all'intelligenza artificiale. La società è quindi in grado di allocare una porzione rilevante delle proprie risorse agli azionisti, continuando però a supportare investimenti strategici.

Dal punto di vista della governance aziendale, il caso risulta particolarmente rilevante poiché dimostra in modo tangibile l'ampia libertà concessa al consiglio di amministrazione statunitense nelle scelte di allocazione del capitale. Una decisione di tale portata richiede di considerare se il rimborso di capitale agli azionisti costituisca un impiego più efficace delle risorse rispetto ad altre opzioni disponibili.

Il buyback di Nvidia può quindi essere visto come un'indicazione di fiducia da parte della direzione nella futura capacità dell'azienda di generare flussi di cassa e sostenere la propria espansione. Parallelamente, l'eccezionalità del programma accentua ulteriormente le tematiche

collegate alla responsabilità del consiglio, all'adeguata allocazione del capitale e alla protezione degli interessi degli azionisti nel lungo termine.

Il confronto con l’ordinamento italiano

Il confronto con l’ordinamento italiano mette in luce un approccio più vincolato rispetto a quello statunitense. In Italia, l'acquisto di azioni proprie è disciplinato principalmente dall’art. 2357 c.c., che consente alla società di effettuare il riacquisto entro determinati limiti e nel rispetto di condizioni specifiche.

In particolare, l’operazione può essere effettuata entro i limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato regolarmente. In aggiunta, l'acquisto deve essere autorizzato preventivamente dall'assemblea, che ne stabilisce le modalità, specificando almeno il numero massimo di azioni da acquistare, la durata dell'autorizzazione e il corrispettivo minimo e massimo.

Per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l’art. 2357 stabilisce anche un limite sul numero di azioni proprie che possono essere possedute. Questo sistema mostra un'attenzione maggiore alla tutela del capitale sociale e al coinvolgimento diretto degli azionisti nel processo decisionale.

La differenza rispetto al modello statunitense è notevole. Nel sistema del Delaware, la scelta di effettuare un buyback rientra normalmente nella competenza gestionale del Consiglio di Amministrazione, mentre nell'ordinamento italiano l'assemblea dei soci assume un ruolo fondamentale. Ne consegue una diversa ripartizione del potere di decisione tra l'organo amministrativo e gli azionisti.

Il confronto mette in evidenza quindi due approcci distinti per la stessa operazione. Il modello statunitense favorisce la flessibilità e la libertà di scelta del consiglio, mentre quello italiano impone vincoli più rigorosi in termini procedurali e patrimoniali. In entrambi i casi, comunque, il riacquisto di azioni proprie rappresenta un'operazione che necessita di un bilanciamento tra le

esigenze di gestione del capitale, la tutela degli azionisti e la salvaguardia della stabilità patrimoniale dell'impresa.

Bibliografia

1. Fonti normative e istituzionali

a. Delaware General Corporation Law, Title 8, § 141, Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal.

b. Delaware General Corporation Law, Title 8, § 160, Corporation's powers respecting ownership, voting, etc., of its own stock; rights of stock called for redemption.

c. Securities and Exchange Commission, Rule 10b-18 and Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others.

d. Securities and Exchange Commission, Division of Trading and Markets: Answers to Frequently Asked Questions Concerning Rule 10b-18 ("Safe Harbor" for Issuer Repurchases).

e. Securities and Exchange Commission, Regulation S-K, Item 703 – Purchases of Equity Securities by the Issuer and Affiliated Purchasers.

f. Codice civile italiano, art. 2357, Acquisto delle proprie azioni, testo vigente consultato tramite Normattiva.

2. Fonti societarie e stampa

a. NVIDIA Corporation, NVIDIA Announces a $150 Billion Share Repurchase Authorization Increase, 28 settembre 2026.

b. NVIDIA Corporation, NVIDIA Announces Financial Results for Second Quarter Fiscal 2027, 26 agosto 2026.

c. Milano Finanza, Nvidia lancia il più grande buyback mai realizzato negli USA: 235 miliardi di dollari entro il 2028, 28 settembre 2026.