



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Le politiche di remunerazione
degli azionisti nel settore moda:
il caso Prada

Prof. Roberto Mazzei

RELATORE

Isabella Lizzi Matr. 287481

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Ai miei genitori

INDICE

Introduzione.....	I
Capitolo 1 <i>Le strategie finanziarie delle imprese: teoria e fattori influenzanti</i>	1
1.1 Introduzione al valore per l'azionista.....	1
1.1.1 Introduzione alle strategie finanziarie: obiettivi e variabili	1
1.1.2 Il ciclo di vita aziendale e il suo impatto sulle decisioni finanziarie	3
1.1.3 Il ruolo del settore industriale	6
1.2 Le politiche di remunerazione degli azionisti: i dividendi in contanti e i dividendi in azioni.....	7
1.2.1 Dividendi in contanti: vantaggi, svantaggi e trend storici	7
1.2.2 Dividendi in azioni e stock split: caratteristiche e finalità.....	11
1.2.3 Politiche di dividendo e parametri ESG.....	11
1.3 Le politiche di remunerazione degli azionisti: il buyback azionario	15
1.3.1 Le motivazioni dietro il riacquisto di azioni proprie	20
1.3.2 Buyback vs dividendi: confronto tra strategie di remunerazione degli azionisti.....	23
Capitolo 2 <i>Le politiche di remunerazione nel settore moda</i>.....	28
2.1 Introduzione al settore Fashion & Luxury	28
2.1.1 Struttura del settore e principali attori	29
2.1.2 Dinamiche di mercato e andamento strategico	30
2.1.3 Il Ruolo del Direttore Creativo e il Conflitto di Potere con il CFO.....	35
2.2 Le politiche di remunerazione degli azionisti nel settore: dividend policies.....	37
2.2.1 Analisi comparativa delle politiche di dividendo nelle principali aziende del settore	37
2.2.2 Differenze tra aziende familiari e corporate	43
2.3 Le politiche di remunerazione degli azionisti nel settore: buyback.....	44
2.3.1 Motivazioni principali delle politiche di buyback	47
2.3.2 Frequenza dei buyback ed effetti della pandemia.....	50
Capitolo 3 <i>Analisi delle strategie finanziarie di Prada</i>.....	53
3.1 Profilo dell'azienda.....	53
3.1.1 Storia, modello di business e posizionamento competitivo	53
3.2 Strategia di finanziamento e struttura del capitale (evoluzione nel tempo).....	54
3.2.1 Analisi dei principali indicatori finanziari (Debt/Equity, ROE, ROA)	54
3.2.2 Operazioni straordinarie: l'acquisizione di Versace	56
3.3 Analisi delle politiche di remunerazione degli azionisti e impatti sulle performance	58
3.3.1 Evoluzione delle politiche di dividendi	58
3.3.2 Evoluzione delle politiche di buyback.....	63
3.3.3 Impatto delle politiche di remunerazione sul valore dell'azienda e sulle performance finanziarie.....	64
Conclusioni.....	67
Bibliografia	ii
Sitografia.....	v

Indice delle figure

Figura 1: Andamento del payout ratio in base alla fase del ciclo di vita aziendale. Fonte: studio di Lease, John, Kalay, Loewenstein, & Sarig, 1999	4
Figura 2: il percorso di restituzione di liquidità da parte delle aziende agli azionisti. Fonte: Damodaran, 2025	5
Figura 3: regressione positiva tra performance di carbonio e politica di distribuzione dei dividendi. Fonte: Research in International Business and Finance, Volume 74, February 2025.	12
Figura 4: andamento S&P 500 Buyback Index negli ultimi 10 anni (dati in dollari). Fonte: https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/dividends-factors/sp-500-buyback-index/#overview (elaborazione propria).....	17
Figura 5: andamento S&P Europe 350 Buyback Index negli ultimi 10 anni (dati in euro). Fonte: https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/dividends-factors/sp-europe-350-buyback-index/#overview (elaborazione propria)	18
Figura 6: andamento globale buyback suddiviso per settore (2012-2023, dati in dollari). Fonte: elaborazione Janus Henderson	19
Figura 7: dividendi e buyback: 1988-2024. Fonte: Damodaran, 2025	26
Figura 8: principali differenze tra dividendi e buyback. Fonte: Damodaran, 2025.....	27
Figura 9: differenza tra prodotti di moda e prodotti di lusso. Fonte: Delfino & Pippo, 2017	29
Figura 10: top brand di moda nel 2023 per profitto economico (in dollari). Fonte: McKinsey & Company	30
Figura 11: il mercato dei beni di lusso dal 2018 al 2029 (proiezioni), dati in dollari. Fonte: Statista	31
Figura 12: valore del mercato globale dei beni di lusso personali dal 1996 al 2024 (in miliardi di euro). Fonte: Statista	32
Figura 13: come viene speso e finanziato il capitale Brunello Cucinelli S.p.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria).....	38
Figura 14: come viene speso e finanziato il capitale Burberry Ltd. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria).....	39

Figura 15: come viene speso e finanziato il capitale Hermès. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria).....	39
Figura 16: come viene speso e finanziato il capitale Kering S.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria).....	40
Figura 17: come viene speso e finanziato il capitale LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)	40
Figura 18: come viene speso e finanziato il capitale Moncler S.p.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria).....	41
Figura 19: come viene speso e finanziato il capitale Prada S.p.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria).....	41
Figura 20: dividendi nel 2024 delle principali aziende di lusso (dati in euro). Fonte: Milano Finanza Fashion (elaborazione propria).....	42
Figura 21: ricavi Prada S.p.A dal 2013 al 2024 (in milioni di euro). Fonte: Statista	55
Figura 22: tabella riassuntiva ROE, ROA, Debito/Equity di Prada S.p.A. nel periodo da 2015 a 2023. Fonte: Aida	56
Figura 23: riassunto utile netto, DPS, dividendi totali pagati e payout ratio di Prada (2014-2024, in euro). Fonte: <a href="https://www.pradagroup.com/it/investors/investor-
relations/shareholder-info.html">https://www.pradagroup.com/it/investors/investor- relations/shareholder-info.html	59
Figura 24: andamento del prezzo del titolo Prada S.p.A. dal 2015 al 2025 (in euro). Fonte: Aida	64

Introduzione

In un contesto economico sempre più dinamico e competitivo, le imprese sono chiamate a bilanciare esigenze di crescita, sostenibilità e creazione di valore per gli azionisti. Le politiche di remunerazione del capitale proprio rappresentano una leva fondamentale in questo equilibrio, influenzando la percezione degli investitori, la stabilità del titolo azionario e le strategie di finanziamento. Le due principali modalità con cui le imprese distribuiscono valore agli azionisti sono i dividendi in contanti e i programmi di riacquisto di azioni proprie (*buyback*). A queste si affianca, in tempi più recenti, l'integrazione dei criteri ESG (*Environmental, Social, Governance*), che impongono una riflessione aggiuntiva sulla sostenibilità di tali politiche nel lungo periodo.

Tale attenzione alla creazione di valore per l'azionista è particolarmente marcata nel settore della moda, dove negli ultimi anni si è registrato uno spostamento di priorità: elementi come qualità artigianale, innovazione creativa e identità stilistica (storicamente centrali) hanno gradualmente lasciato spazio a logiche di rendimento economico e ottimizzazione finanziaria. Questo cambiamento è evidente anche nella crescente influenza dei *Chief Financial Officer* (CFO) all'interno delle imprese fashion-luxury, spesso in contrasto con la visione dei Direttori Creativi, portatori di un approccio più artistico e meno orientato al risultato economico di breve periodo. La tensione tra queste due visioni riflette la trasformazione del settore, sempre più guidato da obiettivi di performance finanziaria e ritorno sul capitale investito, in linea con le aspettative del mercato e degli azionisti.

Ho scelto questo argomento perché durante il mio percorso universitario mi sono appassionata ai temi della finanza aziendale, in particolare al modo in cui le aziende prendono decisioni strategiche per creare valore. Al tempo stesso, ho voluto concentrare l'analisi sul settore della moda di lusso (nonostante sia molto di nicchia) per la passione personale che nutro verso questo mondo e per il legame profondo con le mie radici culturali e familiari.

Questa tesi intende analizzare in modo approfondito le politiche di dividendo e *buyback* adottate dalle imprese, con un duplice approccio: teorico e applicato. Da un lato, si vuole ricostruire il quadro concettuale di riferimento che guida la definizione delle strategie di *payout*; dall'altro, si intende osservare come tali politiche vengano concretamente

implementate nel settore del lusso, uno dei comparti più rilevanti dell'economia globale per marginalità, branding e impatto reputazionale. Particolare attenzione viene dedicata al ruolo dei fattori ESG nella definizione delle scelte finanziarie, evidenziando come la sostenibilità sia ormai parte integrante delle valutazioni strategiche.

Gli obiettivi specifici dello studio sono:

- Analizzare i fondamenti teorici che regolano le politiche di distribuzione degli utili e i programmi di riacquisto di azioni;
- Esaminare l'evoluzione storica e i principali vantaggi, limiti e implicazioni di tali strumenti;
- Indagare, attraverso dati reali, le pratiche adottate dai principali operatori del settore *fashion & luxury*;
- Comprendere come le imprese integrino, o siano condizionate, da parametri ESG nella definizione delle strategie di remunerazione degli azionisti;
- Approfondire il caso specifico di Prada S.p.A., valutando le scelte finanziarie dell'azienda e il loro impatto sulle performance economiche e sulla creazione di valore per gli azionisti.

La metodologia impiegata si basa su un'analisi comparativa tra le principali imprese del settore moda e lusso, mediante l'esame di dati finanziari, documenti ufficiali, report ESG e fonti statistiche aggiornate. Il confronto tra aziende consente di individuare le tendenze più diffuse, le differenze legate alla struttura proprietaria (familiari vs corporate), alla localizzazione geografica e al modello di governance, contribuendo a delineare un quadro settoriale coerente. A completamento dell'analisi, il caso studio di Prada permette di verificare la coerenza tra teoria e prassi, e di osservare da vicino l'evoluzione delle politiche finanziarie in un contesto aziendale concreto.

La struttura del lavoro si articola in tre capitoli. Il primo presenta i concetti chiave legati alla struttura finanziaria, con particolare attenzione alla politica dei dividendi e ai programmi di *buyback*, esaminando le teorie classiche e le più recenti evidenze empiriche, anche in relazione ai parametri ESG. Il secondo capitolo si focalizza sull'analisi delle politiche di remunerazione adottate nel settore della moda di lusso, mediante il confronto tra le principali aziende internazionali (LVMH, Kering, Hermès, Moncler, Burberry, tra le altre). Infine, il terzo capitolo è interamente dedicato al caso di Prada S.p.A., analizzato

sotto il profilo strategico-finanziario, con focus sull'evoluzione della struttura del capitale, la gestione della liquidità, e le scelte di distribuzione del valore agli azionisti. Attraverso questo percorso, la tesi intende offrire una lettura integrata e attuale delle politiche di remunerazione, contribuendo alla comprensione di un fenomeno che si trova in mezzo tra finanza d'impresa e strategia.

Capitolo 1

Le strategie finanziarie delle imprese: teoria e fattori influenzanti

1.1 Introduzione al valore per l'azionista

1.1.1 Introduzione alle strategie finanziarie: obiettivi e variabili

Se l'obiettivo finanziario di un'impresa è la massimizzazione del valore di mercato, la sua capacità di creare valore dipende dalle scelte di investimento, che riguardano l'attivo dello stato patrimoniale, e dalle decisioni di finanziamento, relative alle fonti di capitale che compongono il passivo.

Dal punto di vista strategico, il *financial manager* deve gestire due aspetti fondamentali del passivo aziendale: la definizione della struttura finanziaria (ovvero il rapporto tra debito ed equity) e la politica di remunerazione degli azionisti (*payout policy*). Queste decisioni non seguono parametri matematici prestabiliti, ma si adattano nel tempo, influenzate da fattori quali la strategia aziendale e lo stile di gestione, piuttosto che dall'applicazione rigida di modelli economici.¹

La struttura finanziaria (o del capitale) rappresenta l'insieme di risorse finanziarie utilizzate dall'impresa per sostenere le proprie attività, includendo sia il capitale proprio che il capitale di terzi.

La politica dei dividendi riguarda le decisioni dell'impresa sulla distribuzione degli utili agli azionisti. Tale remunerazione può avvenire attraverso il pagamento di dividendi in contanti o in natura, il riacquisto di azioni proprie (*buyback*) o la distribuzione di dividendi sotto forma di azioni. In quest'ultimo caso, si distingue tra aumento gratuito di capitale (*stock dividend*) e frazionamento azionario (*stock split*), due strategie con implicazioni diverse sulla struttura del capitale e sul valore delle azioni in circolazione.

Le strategie finanziarie di un'impresa non si limitano, quindi, alla scelta tra debito ed equity o alla definizione della politica dei dividendi, ma si inseriscono in un quadro più ampio di decisioni volte a ottimizzare la gestione delle risorse e a garantire la sostenibilità

¹ (Brealey, Myers, Allen, Edmans, & Sandri, 2024)

economico-finanziaria nel lungo periodo. Ogni scelta finanziaria riflette le caratteristiche dell'azienda, il contesto di mercato in cui opera e il suo ciclo di vita.

In particolare, le decisioni di finanziamento influenzano direttamente il costo del capitale e il grado di rischio assunto dall'impresa. Un'eccessiva dipendenza dal debito, ad esempio, può amplificare il rischio finanziario e compromettere la flessibilità operativa, mentre un ricorso esclusivo all'equity può diluire la quota di controllo degli azionisti esistenti e aumentare il costo del capitale.

Allo stesso modo, la politica di remunerazione degli azionisti incide sulla percezione del valore aziendale da parte degli investitori e sulla capacità della società di attrarre capitali. Un'impresa con una strategia di payout costante e prevedibile è spesso percepita come più stabile e affidabile dal mercato, mentre scelte più flessibili possono offrire maggiore libertà nella gestione della liquidità e nelle opportunità di crescita.

L'analisi delle strategie finanziarie, quindi, deve tenere conto di una molteplicità di fattori, tra cui le condizioni macroeconomiche, il settore di appartenenza e le specificità aziendali, al fine di individuare il modello più efficace per garantire la crescita e la creazione di valore nel tempo.

Per quanto riguarda il mercato italiano, va segnalata l'intervista ai CFO italiani condotta da Dallochio, Tzivelis, & Vinzia, (2011) sul dilemma del *dividend puzzle*.

L'86% dei CFO del campione ha dichiarato di considerare la politica dei dividendi un mezzo di creazione di valore, respingendo così la teoria dell'irrilevanza della politica dei dividendi di Modigliani e Miller. Proprio le aziende consolidate, che secondo il modello del ciclo di vita dovrebbero prestare maggiore attenzione alla politica dei dividendi, a causa della naturale riduzione delle possibilità di investimento, sono quelle che maggiormente hanno abbracciato tale conclusione. (89% contro 79% delle aziende in forte espansione).

In particolare, dall'analisi delle domande evince che i *financial manager* considerano la politica dei dividendi un mezzo di creazione di valore per la sua efficacia come strumento di signaling. Il 76% dei direttori finanziari crede, in effetti, che aumentando il livello dei dividendi i manager (insider) trasmettano un messaggio positivo al mercato (outsider) riguardo alle prospettive future dell'azienda e in questo modo ne modifichino le aspettative. Come è risaputo, il costo delle azioni riflette le aspettative degli investitori riguardo alle opportunità di crescita della società e alla sua abilità di generare liquidità:

modificare tali aspettative implica intervenire sul valore delle azioni e, di conseguenza, creare (o annientare) valore. Secondo i direttori finanziari, la politica dei dividendi non si limiterebbe a essere una semplice distribuzione di una parte della ricchezza generata tramite la politica degli investimenti, ma rappresenterebbe anch'essa uno strumento per generarne.

Se l'effetto informativo dei dividendi ha avuto un riscontro favorevole, non si può dire lo stesso per la spiegazione della preferenza fiscale: solo il 26% del campione ha dichiarato che la politica dei dividendi diventa rilevante a causa delle diverse preferenze fiscali di specifiche tipologie di azionisti.

Tutto quanto appena esposto è corretto; tuttavia, nell'attuale contesto economico, limitarsi a considerare la massimizzazione del solo valore di mercato come obiettivo finanziario dell'impresa risulta piuttosto riduttivo. È quindi fondamentale integrare nella valutazione anche i parametri ESG, il cui impatto sulle strategie aziendali e sulle decisioni finanziarie è sempre più rilevante.

1.1.2 Il ciclo di vita aziendale e il suo impatto sulle decisioni finanziarie

Tra i principali fattori che influenzano le decisioni di remunerazione degli azionisti, il ciclo di vita aziendale riveste un ruolo centrale. In letteratura, Lease, Kalay, John, Lowenstein, & Sarig (1999) evidenziano come la politica dei dividendi sia strettamente legata alla fase che un'impresa sta attraversando. Secondo il modello del ciclo di vita aziendale, nelle prime fasi di sviluppo le aziende tendono a non distribuire dividendi, poiché gli utili vengono reinvestiti per sostenere la crescita e l'espansione delle operazioni. In questa fase, il finanziamento proviene prevalentemente da capitale di rischio, come venture capital o investimenti da parte di *business angel*. Con il passaggio alla fase di crescita, le imprese continuano a trattenere gli utili per alimentare l'espansione, limitando ancora la distribuzione dei dividendi. Tuttavia, avendo maggiore accesso al credito, possono iniziare a integrare il debito come fonte di finanziamento. Nella fase di maturità, caratterizzata da una crescita più stabile e utili consolidati, le aziende sono in grado di distribuire dividendi regolari e prevedibili, oltre ad avviare programmi di riacquisto di azioni proprie per ottimizzare la struttura del capitale. Infine, nella fase di declino, la riduzione dei profitti può spingere le imprese a diminuire o

sospendere la distribuzione dei dividendi, privilegiando la conservazione della liquidità per far fronte alle difficoltà finanziarie.²

Le figure in basso riassumono quanto indicato dagli autori sopracitati.

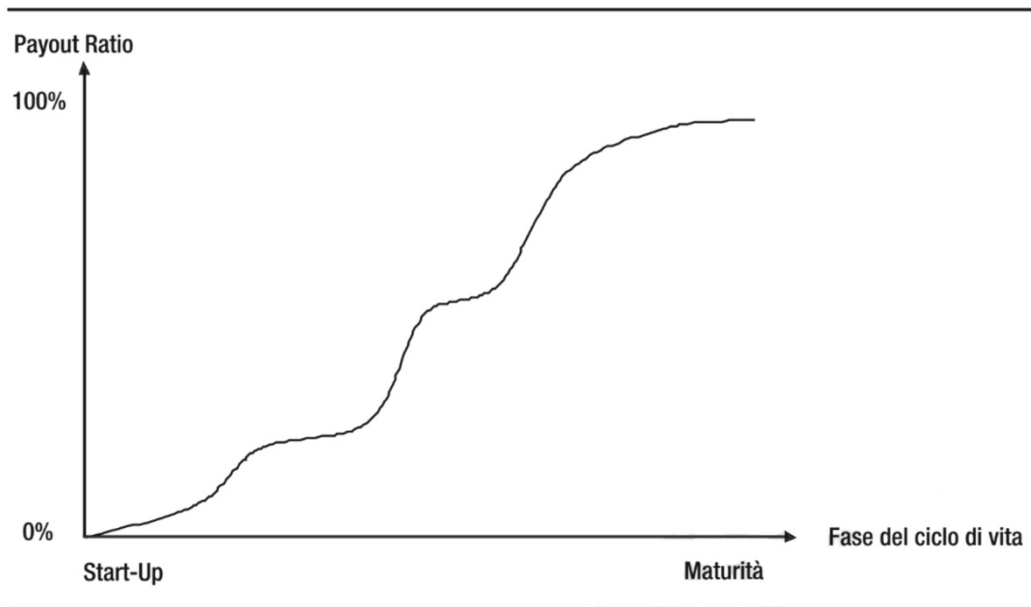
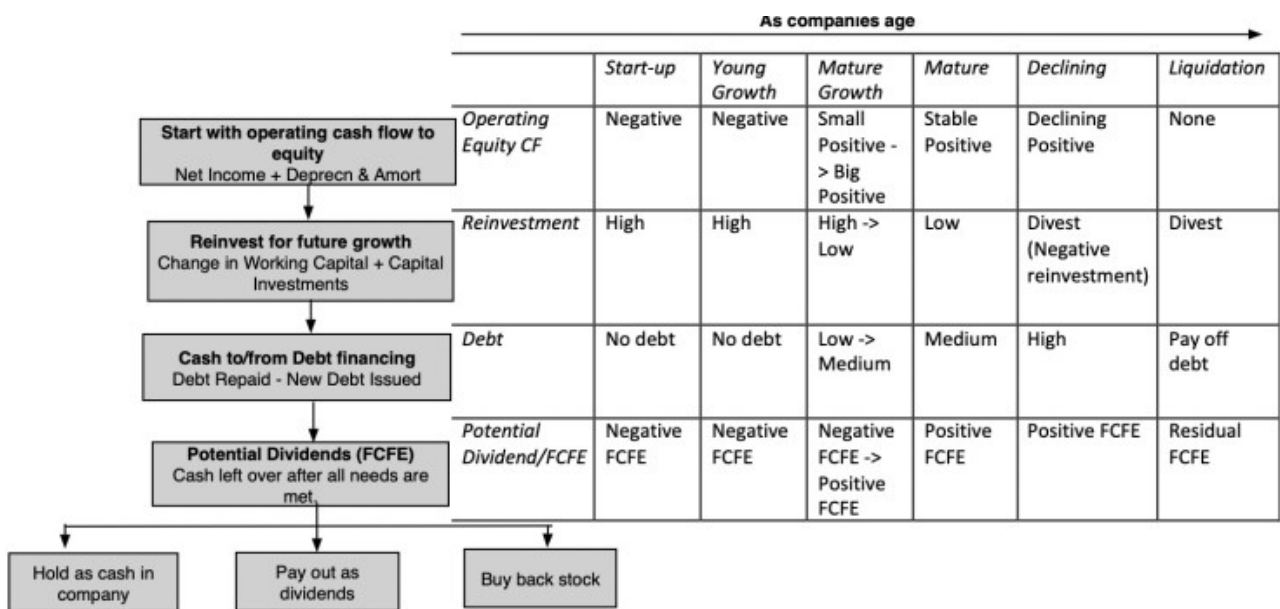


Figura 1: Andamento del payout ratio in base alla fase del ciclo di vita aziendale. Fonte: studio di Lease, John, Kalay, Loewenstein, & Sarig, 1999



² (Lease, John, Kalay, Loewenstein, & Sarig, 1999)

Figura 2: il percorso di restituzione di liquidità da parte delle aziende agli azionisti.
Fonte: Damodaran, 2025

Il grafico illustra chiaramente come un'azienda passi dall'essere una società giovane con flussi di cassa liberi per l'azionista negativi (e quindi dipendente dall'emissione di capitale per sopravvivere) a una che acquisisce la capacità di restituire liquidità man mano che attraversa il ciclo di crescita, fino a diventare una "mucca da mungere" nella fase di maturità.³

De Angelo (2006) trova un forte supporto a questa previsione per le aziende statunitensi, dopo aver controllato redditività, crescita, dimensione aziendale, capitale totale, disponibilità liquide e storico dei dividendi. Denis e Osobov (2008) rilevano una relazione positiva tra la probabilità che un'azienda paghi dividendi e il rapporto tra utili trattenuti e capitale proprio versato per le aziende negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in altre quattro grandi nazioni industrializzate. Von Eije e Megginson (2008) confermano queste regolarità per l'Unione Europea, ma rilevano che il mix utili trattenuti/capitale versato perde significatività statistica quando includono l'età dell'azienda come misura alternativa (apparentemente superiore) della fase del ciclo di vita aziendale.

Questo insieme di risultati supporta l'idea che la necessità di distribuire il Free Cash Flow (FCF) sia il principale motore della politica di distribuzione, poiché è ragionevole aspettarsi che la maggior parte delle aziende nelle prime fasi del loro ciclo di vita generi FCF negativo (ovvero abbia investimenti redditizi superiori agli utili), mentre quelle nelle fasi successive generino FCF positivo (ossia abbiano utili superiori agli investimenti redditizi).⁴

Il ciclo di vita di un'azienda non è sempre facilmente prevedibile, e risulta complesso stabilire con precisione quando possa essere giudicata “matura” e pronta a erogare liquidità agli investitori. Per supportare il *financial manager* nella decisione, è utile considerare se l'azienda stia producendo un flusso di cassa disponibile positivo dopo aver realizzato tutti gli investimenti con valore attuale netto maggiore di zero e se sia probabile che questa situazione si mantenga nel tempo.

Un ulteriore elemento da valutare è se il grado di indebitamento sia adeguatamente cauto e sostenibile. In aggiunta, è essenziale interrogarsi sulla sufficienza delle riserve di

³ (Damodaran, 2025)

⁴ (De Angelo, De Angelo, & Skinner, 2008)

liquidità dell'impresa per fronteggiare possibili imprevisti o per sfruttare occasioni inattese.

Se tutte queste valutazioni danno esito favorevole, ciò indica che il flusso di cassa disponibile è effettivamente un surplus, permettendo così all'azienda di annunciare la distribuzione.

1.1.3 Il ruolo del settore industriale

Il settore industriale ha un impatto notevole sulle scelte aziendali relative alla composizione finanziaria. Le aziende che operano in settori con elevata crescita e requisiti di capitale, come la tecnologia e le biotecnologie, solitamente reinvestono i profitti nello sviluppo di nuovi prodotti, nella ricerca e nell'espansione delle infrastrutture, limitando o evitando la distribuzione di dividendi per promuovere la crescita e la competitività.

Al contrario, le imprese che operano in settori consolidati e stabili, come le utilities o i consumabili, producono flussi di cassa regolari e presentano minori necessità di reinvestimento. Pertanto, tendono a distribuire una quota rilevante dei profitti come dividendi, assicurando agli azionisti una rendita costante nel tempo.

In alcuni ambiti soggetti a regolamentazione, come quello bancario o assicurativo, le autorità possono stabilire limitazioni sulla distribuzione dei dividendi per assicurare la solidità finanziaria delle istituzioni e la stabilità del sistema economico. Per esempio, in fasi di crisi economica, le autorità di controllo possono chiedere alle banche di ridurre o interrompere la distribuzione dei dividendi per tutelare il capitale e supportare l'economia.

Il comparto industriale influisce anche sulla politica del debito. Le aziende operanti nelle telecomunicazioni, nel commercio al dettaglio e nei servizi pubblici mostrano una maggiore propensione all'indebitamento, grazie alla solidità dei loro flussi di cassa e alla capacità di finanziare investimenti a lungo termine a costi relativamente contenuti. Al contrario, le aziende del settore farmaceutico e informatico, i cui investimenti sono frequentemente connessi alla ricerca e allo sviluppo, fanno meno affidamento sul debito, poiché questo necessita di garanzie su beni tangibili.

Un caso specifico è quello delle aziende con ampie prospettive di espansione: sebbene abbiano un significativo bisogno di capitale, raramente ricorrono al debito. La motivazione è legata alla tassazione, poiché il debito permette di dedurre gli interessi

passivi abbassando l'onere fiscale, tuttavia queste imprese, spesso poco proficue nelle fasi iniziali di sviluppo, non ne beneficiano appieno.⁵

1.2 Le politiche di remunerazione degli azionisti: i dividendi in contanti e i dividendi in azioni

1.2.1 Dividendi in contanti: vantaggi, svantaggi e trend storici

I dividendi in contante costituiscono la modalità più tradizionale di compensazione per gli azionisti, rappresentando la porzione di profitti che un'azienda decide di distribuire. Se calcolato in percentuale rispetto al prezzo dell'azione, si ottiene il *dividend yield*, un indicatore di quanto flusso di cassa può ottenere un investitore per ogni euro investito in un titolo.

In Italia, la regolamentazione della distribuzione dei dividendi è stabilita dall'art. 2433, secondo cui la decisione riguardante il pagamento dei dividendi agli azionisti è presa dall'assemblea ordinaria dei soci, che deve approvare il bilancio. Possono essere distribuiti esclusivamente i profitti effettivamente ottenuti e riportati nel bilancio approvato. Il citato articolo disciplina anche il versamento di eventuali dividendi straordinari, la cui distribuzione non è ricorrente e il cui valore è vincolato soltanto all'ammontare delle riserve liberamente utilizzabili.

Sebbene Modigliani e Miller sostengano che la politica dei dividendi⁶ non abbia alcun effetto sul valore dell'impresa per gli azionisti, erano proprio le ipotesi del modello a renderlo inapplicabile nella realtà.⁷ Infatti, il teorema prendeva in considerazione un mondo in cui non esistono imposte, costi di transazione o altre imperfezioni del mercato. Studi più recenti hanno dimostrato come i *financial manager* utilizzino la politica di remunerazione per dare precise informazioni al mercato.⁸

Nella fattispecie le principali opinioni emerse per quanto riguarda il mercato americano sono le seguenti:

⁵ (Brealey, Myers, Allen, Edmans, & Sandri, 2024)

⁶ In questo caso quando parliamo di politica dei dividendi ci riferiamo soltanto alla distribuzione degli utili in quanto all'epoca dello studio (1961) l'acquisto di azioni proprie non era una pratica diffusa quanto i giorni nostri.

⁷ (Modigliani & Miller, 1961)

⁸ (Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005)

- si mostrano restii a modificare i dividendi per non dover poi tornare sui propri passi. Se opportuno, decidono di lanciare nuove azioni o di modificare la struttura finanziaria (sul debito) per preservare il dividendo nel lungo periodo.
- si tenta di stabilizzare la distribuzione dei dividendi nel tempo. Per questo motivo, le modifiche ai dividendi si allineano alle fluttuazioni dei profitti nel lungo termine. Al contrario, è raro che le fluttuazioni a breve termine influenzino i dividendi.
- si focalizza l'attenzione sulle differenze rispetto agli anni precedenti in merito agli stock.

In merito ai primi due aspetti, i CFO italiani sono d'accordo: il 69% del campione analizzato in uno studio sostiene di ritenere che il mercato sanzioni la diminuzione dei dividendi da un anno all'altro e perciò cerca di evitare una tale azione. Le *blue chips*⁹ (78%) e le aziende con azionariato diffuso (87%) si sono dimostrate particolarmente attente a questo aspetto.

Il significato informativo dei dividendi indica che un aumento è considerato una previsione di profitti futuri, e che quindi è percepito come un'informazione favorevole dagli investitori. Quando viene trasmesso questo aumento, in effetti, gli specialisti rivedono al rialzo le previsioni sugli utili attuali, portando a un aumento del prezzo delle azioni (e viceversa: una diminuzione del dividendo provoca una diminuzione del loro prezzo).

Un altro elemento rilevante riguarda l'effetto segnaletico dei dividendi, secondo cui le imprese utilizzano la politica di distribuzione per comunicare la propria solidità finanziaria e la fiducia nella crescita futura. Tuttavia, la scelta tra il pagamento di dividendi e il reinvestimento degli utili dipende da diversi fattori, tra cui la fase del ciclo economico, la strategia aziendale e le esigenze degli azionisti. In un contesto di tassi di interesse bassi e crescente attenzione alla sostenibilità, alcune imprese stanno privilegiando strategie di *buyback* o investimenti a lungo termine rispetto alla distribuzione di dividendi in contanti. Queste dinamiche influenzano le preferenze degli

⁹ Le aziende *blue chips* sono grandi imprese quotate in borsa caratterizzate da una solida reputazione, una lunga storia di stabilità economica e una performance costante nel tempo. Queste compagnie sono solitamente dominanti nel loro settore, possedendo una buona capitalizzazione di mercato e offrendo dividendi regolari, il che le fa apparire come investimenti ritenuti sicuri anche durante fasi di instabilità economica.

investitori e potrebbero ridefinire il ruolo dei dividendi come strumento di remunerazione azionaria nel futuro.

Anche gli assetti proprietari e di *corporate governance* determinano la *payout policy*. Il modello italiano (simile a quello tedesco e giapponese, ad esempio) è un sistema che gli esperti di corporate governance definiscono basato su *blockholder*, contraddistinto dalla presenza di azionisti forti e da un legame stretto tra questi large *shareholders*, la direzione aziendale e gli istituti finanziari. La presenza di un controllo centralizzato garantisce un monitoraggio diretto più incisivo da parte degli azionisti significativi sul management. In aggiunta, l'intensa interazione tra imprese e istituti di credito tipica delle aziende italiane rispetto a quelle americane assicura un ulteriore aspetto di maggiore controllo. Al di là dei casi di controllo molto concentrato (dove si manifestano problemi di agenzia collegati al rischio che l'azionista di maggioranza ottenga benefici privati, i cosiddetti *perks* a discapito delle minoranze), risulta che, in un contesto simile a quello descritto, il ruolo dei dividendi come strumento di controllo è meno significativo rispetto ai mercati anglosassoni. Ciò chiarisce il riscontrato minore timore dei CFO italiani di subire una penalizzazione sul mercato all'annuncio della riduzione dei dividendi e la conseguente maggiore flessibilità della politica dei dividendi delle aziende italiane.

Si è spinti a giungere a tale conclusione anche dall'osservazione che le società del campione con azionariato diffuso sono quelle che hanno mostrato maggiore preoccupazione per una possibile riduzione del livello dei dividendi rispetto all'esercizio precedente e che hanno manifestato un atteggiamento complessivo verso la politica dei dividendi simile a quello delle aziende americane.

Un'ulteriore evidenza a sostegno di tale conclusione è il fatto che le aziende tedesche incluse nel campione della ricerca di Bancel *et al.*, operanti in un sistema di corporate governance più affine a quello domestico, presentano comportamenti di politica sui dividendi più simili a quelli delle società italiane, mentre le aziende inglesi, attive in un sistema focalizzato sul mercato, sono più simili a quelle americane.

Tali risultati sono inoltre coerenti con i lavori di Hu, & Kumart (2004) relativi al mercato statunitense, e con quelli di Georgen, Renneboog, & Correia da Silva (2005) riguardanti il mercato tedesco;

Pertanto, si può affermare che le configurazioni della proprietà attuali e i modelli di governance aziendale implementati rappresentano una chiave interpretativa fondamentale

per comprendere le divergenze tra le politiche di distribuzione degli utili e di struttura del capitale in diverse nazioni. Un'adeguata analisi delle politiche passivo di varie aziende non può quindi evitare di prendere in considerazione in modo significativo i vari sistemi di mercato (orientati al mercato o agli intermediari, e con azionariato concentrato o diffuso) in cui sono attive.

Altri fattori che influenzano la politica dei dividendi seppur non in maniera rilevante sono il comportamento dei competitors, il rischio che l'incremento del livello dei dividendi segnali al mercato carenza di profittevoli progetti di investimento e l'eventuale sottovalutazione del proprio titolo.

Le opinioni dei direttori finanziari si mostrano, infine, neutrali riguardo all'intenzione di attrarre investitori istituzionali mediante politiche di dividendo specifiche e sulle intenzioni di soddisfare le preferenze degli azionisti attuali.

Storicamente, la politica dei dividendi ha subito diverse evoluzioni in base alle condizioni economiche, ai cambiamenti normativi e alle preferenze degli investitori. Nel secondo dopoguerra, le aziende tendevano a distribuire una quota significativa dei loro utili sotto forma di dividendi in contanti, riflettendo una maggiore enfasi sulla stabilità e sulla redditività immediata. Negli anni '80 e '90, con l'aumento della finanziarizzazione dei mercati e la diffusione di strategie di crescita più aggressive, molte società hanno iniziato a ridurre i *payout ratio* (la percentuale di utili distribuita sotto forma di dividendi), preferendo reinvestire i profitti per finanziare espansioni e innovazioni.

Negli ultimi decenni, si è assistito a un'alternanza tra periodi di aumento e riduzione dei dividendi, spesso legata ai cicli economici. Durante le crisi finanziarie, come quella del 2008 e la crisi pandemica del 2020, molte imprese hanno tagliato o sospeso i dividendi per preservare liquidità. Al contrario, nei periodi di ripresa, si è osservato un incremento dei pagamenti agli azionisti, con un ritorno a politiche di distribuzione più generose. Un altro trend significativo è stato l'aumento dei programmi di buyback, soprattutto negli Stati Uniti, dove molte aziende hanno preferito riacquistare azioni proprie piuttosto che aumentare i dividendi, considerandolo un metodo più flessibile di remunerazione degli investitori.

In Italia e in Europa, il trend storico mostra una maggiore propensione alla stabilità dei dividendi rispetto ai mercati anglosassoni. Le imprese tendono a mantenere livelli costanti di distribuzione per evitare reazioni negative da parte degli investitori. Tuttavia, negli

ultimi anni, si è assistito a una crescente attenzione verso politiche di dividendo più flessibili, che tengano conto delle fluttuazioni economiche e delle necessità di investimento a lungo termine.

1.2.2 Dividendi in azioni e stock split: caratteristiche e finalità

I dividendi non sono sempre erogati in contante. Spesso le aziende distribuiscono dividendi in azioni (*stock dividend*), concedendo ai loro azionisti un certo numero di nuove azioni in proporzione a quelle già detenute. Questo genere di operazione permette alle società di sfruttare i profitti, mantenendo liquidità nell'organizzazione per finanziare progetti futuri o abbattere il debito, senza distribuire denaro agli azionisti. Per gli azionisti, i dividendi in azioni incrementano la quantità di titoli detenuti, anche se il valore totale dell'investimento rimane lo stesso, poiché il prezzo di mercato per azione si modifica di conseguenza.

Il frazionamento azionario, o *stock split*, è una manovra attraverso la quale una compagnia divide le sue azioni in un numero più elevato di titoli, abbassando in modo proporzionale il valore nominale di ogni azione, senza modificare il capitale sociale totale. Ad esempio, in un frazionamento 2 a 1, ogni azione presente viene suddivisa in due nuove azioni, riducendo a metà il valore di ciascuna. L'obiettivo principale dello *stock split* è migliorare la liquidità del titolo e facilitarne l'accesso agli investitori, in particolare ai piccoli risparmiatori, abbassando il prezzo per singola azione. Questo può espandere la rete degli investitori e semplificare le transazioni nel mercato. È fondamentale osservare che, sebbene il numero di azioni in circolazione cresca e il prezzo per azione cali, la capitalizzazione di mercato dell'impresa e il valore dell'investimento degli azionisti rimangono inalterati.

1.2.3 Politiche di dividendo e parametri ESG

Come evidenziato nel paragrafo introduttivo, nel contesto odierno è necessario integrare anche i parametri di sostenibilità nell'analisi di qualsiasi fenomeno finanziario.

Innanzitutto, bisogna analizzare se esista un legame significativo tra *payout policy* ed ESG e se questo sia positivo o negativo.

I risultati di diversi studi confermano che l'ESG ha un impatto positivo sulle politiche di ritorno di liquidità agli azionisti.¹⁰

¹⁰ (Salvi, Nirino, Battisti, & Gianfrancesco, 2024)

Ciò può essere attribuito a diversi fattori. In primo luogo, le aziende più sostenibili tendono a generare un eccesso di liquidità maggiore, che viene redistribuito agli azionisti. La letteratura sottolinea che le imprese con liquidità in eccesso sono spesso consolidate e dispongono di maggiori risorse per investire in pratiche ESG. Questo genera un effetto positivo per l'azienda, che si traduce nel pagamento di dividendi agli azionisti.

In altre parole, il punteggio ESG e le sue parti esercitano un'influenza favorevole sul *payout* dei dividendi, dimostrando che nei paesi industrializzati dell'Europa occidentale i pagamenti dei dividendi sono considerati una priorità. L'attenzione alle pratiche ESG non estingue la remunerazione degli azionisti, ma piuttosto mitiga i conflitti di agenzia, abbattendo l'asimmetria informativa e trasmettendo segnali favorevoli ai mercati finanziari.

È interessante analizzare anche lo studio sull'impatto delle performance di carbonio sul payout dei dividendi condotto da Benkraiem, Berrich, Lakhal, Nizar, & Lakhal, (2025)¹¹ L'analisi di regressione evidenzia una relazione positiva e statisticamente significativa tra la performance di carbonio (CARBON) e la politica di distribuzione dei dividendi.

La tabella in basso indica i risultati della regressione

	DIV1	DIV1	DIV1
CARBON	0.074 * ** (47.909)		
GGHRDIRECT		0.049 * ** (39.649)	
GGHRINDIRECT			0.057 * ** (37.348)
SIZE	0.171 * ** (115.241)	0.158 * ** (110.573)	0.161 * ** (108.228)
LEV	-0.401 * ** (-20.458)	-0.408 * ** (-20.391)	-0.426 * ** (-21.180)
TANG	0.121 * ** (7.461)	0.112 * ** (6.617)	-0.105 * ** (-6.695)
CAPEXP	1.077 * ** (10.097)	0.782 * ** (7.212)	1.071 * ** (9.721)
SLACK	0.056 * ** (14.534)	0.062 * ** (15.747)	0.063 * ** (15.922)
GDPP	-0.110 * ** (-23.788)	-0.119 * ** (-25.222)	-0.110 * ** (-22.927)
Constant	-1.667 * ** (-24.748)	-1.636 * ** (-23.726)	-1.643 * ** (-23.672)
Country	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Observations	18,554	18,554	18,554
Adjusted R-squared	0.521	0.504	0.499

Figura 3: regressione positiva tra performance di carbonio e politica di distribuzione dei dividendi. Fonte: Research in International Business and Finance, Volume 74, February 2025.

¹¹ (Benkraiem, Berrich, Lakhal, Nizar, & Lakhal, 2025)

Il campione comprende 18.554 osservazioni azienda-anno nel periodo 2010-2022. Le statistiche t (riportate tra parentesi) sono calcolate su errori standard robusti. I simboli ***, ** e * indicano la significatività statistica ai livelli dell'1%, 5% e 10%, rispettivamente.

In particolare, i risultati indicano che le imprese con minori emissioni di carbonio tendono a distribuire una quota maggiore di dividendi in contanti agli azionisti. Questo risultato è in linea con la *impression management theory*, secondo cui le aziende che adottano strategie di riduzione delle emissioni possono incrementare i propri dividendi al fine di migliorare la reputazione e attrarre investitori. In tal modo, esse segnalano il loro impegno nei confronti della sostenibilità ambientale e sociale, favorendo una percezione pubblica positiva e una maggiore fidelizzazione del *brand*.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, emerge che elevati livelli di indebitamento limitano la capacità di generare flussi di cassa disponibili per la distribuzione dei dividendi, in linea con quanto affermato da Benlemlih (2019). Inoltre, l'analisi evidenzia una relazione negativa tra il prodotto interno lordo (PIL) e il payout dei dividendi, con un coefficiente negativo e significativo all'1%. Questo dato suggerisce che le aziende operanti in economie con un PIL elevato tendano a ridurre la distribuzione dei dividendi, preferendo reinvestire gli utili per finanziare opportunità di crescita.

D'altro canto, le imprese di maggiori dimensioni, grazie alla loro maggiore flessibilità finanziaria, sono in grado di destinare risorse sia agli investimenti interni sia alla distribuzione di dividendi. Inoltre, gli asset tangibili risultano positivamente correlati al payout dei dividendi, in quanto il loro utilizzo efficiente contribuisce alla generazione di ricavi.¹² Analogamente, le spese in conto capitale hanno un impatto positivo sulla politica dei dividendi: gli investimenti in nuove tecnologie e attrezzature possono migliorare l'efficienza operativa e la produttività, generando profitti più elevati¹³. Infine, la disponibilità di liquidità in eccesso consente alle imprese di adottare strategie di *dividend smoothing*, mantenendo nel tempo una distribuzione stabile dei dividendi e riducendo la volatilità.¹⁴

¹² (Balachandran & Nguyen, 2018).

¹³ (Badru & Qasem, 2024)

¹⁴ (Cheung et al., 2018)

Un altro studio condotto da Ammar Zahid, Taran, Khan, & Chersan del 2023¹⁵ mette in evidenza e analizza la capacità di distribuire dividendi da una prospettiva interna all'azienda, calcolando il *payout ratio* dei dividendi come il valore dei dividendi erogati in relazione al totale degli attivi. Questo mostra quanto la compensazione degli azionisti sia collegata alla grandezza dell'impresa.

Tuttavia, sebbene le politiche ESG possano contribuire alla redditività aziendale, i punteggi ESG e le loro componenti hanno un effetto negativo sulla crescita dei dividendi. Questo riflette le ridotte variazioni nei valori dei dividendi nel tempo e il fatto che il costo delle pratiche ESG si traduca in un costo anche per gli azionisti, riducendo il tasso di crescita dei dividendi. Quindi, sebbene gli investitori possano preferire la distribuzione dei dividendi per motivi di efficienza negli investimenti, le pratiche ESG influenzano le variazioni nel tempo dei valori dei dividendi. Si tratta di un risultato innovativo, poiché la crescita dei dividendi non è stata precedentemente studiata in relazione all'ESG. Questa nuova scoperta indica un'associazione negativa tra ESG e dividendi, come discusso nel contesto cinese da Ni & Zhang (2019),¹⁶ considerando misure di *payout* come dividendi su attivi o dividendi su vendite nel tempo. Le principali ragioni di questa relazione negativa potrebbero essere il rallentamento della redditività, i costi del debito e i pagamenti per gli investimenti ESG, gli elevati costi attuali di mantenimento delle pratiche ESG o problemi di agenzia. Questo risultato potrebbe essere sorprendente nel contesto dell'Europa occidentale, poiché la regione è nota per politiche di dividendo stabili e aspettative costanti sui pagamenti dei dividendi. Oltre agli avvertimenti per gli azionisti e il management, il risultato solleva ulteriori interrogativi sulla relazione a lungo termine tra ESG e risultati finanziari aziendali. I regolatori potrebbero preoccuparsi di un'eventuale riduzione della motivazione degli investitori a sostenere progetti ESG in caso di significative variazioni nelle prospettive sui dividendi.

In conclusione, l'integrazione dei criteri ESG nelle politiche di distribuzione dei dividendi rappresenta un aspetto sempre più rilevante nella gestione finanziaria delle imprese. Da un lato, le aziende con elevati punteggi ESG tendono a generare maggiore liquidità e a mantenere politiche di payout favorevoli agli azionisti, contribuendo alla riduzione delle asimmetrie informative e migliorando la percezione del mercato. Dall'altro, i costi

¹⁵ (Ammar Zahid, Taran, Khan, & Chersan, 2023)

¹⁶ (Ni & Zhang, 2019)

associati agli investimenti ESG possono rallentare la crescita dei dividendi nel tempo, generando un equilibrio complesso tra sostenibilità e remunerazione degli investitori. Questo fenomeno solleva interrogativi sulle future implicazioni delle politiche ESG per la stabilità dei dividendi e per l'attrattività degli investimenti sostenibili. Sarà quindi fondamentale continuare a monitorare e analizzare l'evoluzione di questa relazione, affinché le aziende possano conciliare obiettivi di sostenibilità e creazione di valore per gli azionisti in un contesto finanziario in continua trasformazione.

1.3 Le politiche di remunerazione degli azionisti: il buyback azionario

L'acquisto di azioni proprie (anche *buyback azionario* o *share repurchase*) è una forma alternativa o complementare alla distribuzione dei dividendi. È definibile come quell'attività attraverso la quale una società procede all'acquisizione di titoli rappresentativi di una parte del proprio capitale. Negli ultimi vent'anni, si è registrato un significativo aumento nell'acquisto di azioni proprie da parte di aziende italiane ed estere come alternativa alla distribuzione dei dividendi.¹⁷

È importante tenere presente che ci sono numerose differenze tra le legislazioni dei diversi Paesi riguardo ai *buyback*. Tuttavia, a livello dell'Unione Europea, si riscontra una convergenza tra le normative dei vari diritti nazionali, sebbene permangano notevoli differenze culturali.

L'operazione di riacquisto di azioni proprie può essere effettuata attraverso tre modalità principali, ognuna delle quali viene scelta in base all'obiettivo specifico dell'operazione e, allo stesso tempo, ne influenza gli effetti.

La prima modalità è il riacquisto sul mercato aperto, noto come *open market share repurchase*. Questo metodo rappresenta circa il 95% delle operazioni di buyback aziendali. In questo caso, la società agisce come un normale investitore: annuncia il proprio piano di riacquisto e procede all'acquisto gradualmente. Tuttavia, l'annuncio stesso può generare un aumento del prezzo delle azioni, poiché il mercato percepisce il buyback come un segnale positivo. L'azienda non è obbligata a comprare immediatamente le azioni né a completare l'intero ammontare dichiarato inizialmente, ma deve evitare di manipolare intenzionalmente il prezzo di mercato.

¹⁷ (Mazzei, 2013)

La seconda modalità è la *tender offer*, ovvero un'offerta di acquisto rivolta direttamente agli azionisti. In questo caso, la società si impegna ad acquistare le azioni a un prezzo fisso, solitamente superiore del 10-20% rispetto al valore di mercato. L'offerta ha una durata limitata e, se non si raggiunge un'adesione sufficiente da parte degli azionisti, il riacquisto non viene effettuato. Una variante di questo metodo è l'*asta olandese* (*dutch auction tender offer*), in cui la società propone una serie di prezzi anziché un unico valore fisso. Gli investitori scelgono a quale prezzo sono disposti a vendere, e l'azienda, alla fine, paga il prezzo più basso necessario per raggiungere il numero di azioni desiderato. Infine, il *riacquisto mirato* avviene quando l'acquisto delle azioni riguarda un azionista specifico, spesso un socio di maggioranza, con il prezzo negoziato direttamente tra le parti. Questo metodo viene utilizzato quando un azionista rilevante desidera vendere una grande quantità di azioni, ma il mercato non è abbastanza liquido da assorbirle senza provocare forti variazioni di prezzo.

Il riacquisto mirato può essere utilizzato anche per un'operazione di *greenmail* quando un azionista in particolare possiede un pacchetto azionario di così notevole entità da costituire una minaccia per la società per vari motivi: in questa situazione la società si offre di pagare le sue azioni ad un prezzo più elevato per ridurre il potere. Dopo il riacquisto la società può eliminare le azioni e quindi aumentare la sua quota di controllo e ridurre il numero di shareholders.¹⁸

Al fine di ottenere dei dati il più aggiornati possibile sull'andamento dei buyback, si è pensato di procedere con l'analisi di due indici: il S&P 500 Buyback Index e il S&P Europe 350 Buyback Index.

Il primo è progettato per riflettere la performance delle 100 aziende dell'S&P 500 che registrano il più alto rapporto di riacquisto di azioni, ossia la quantità di denaro speso per riacquistare le proprie azioni in relazione alla capitalizzazione di mercato complessiva. L'indice è ribilanciato trimestralmente, con i componenti selezionati in base al loro buyback ratio, e tutti i titoli sono pesati in maniera uguale. In questo modo, l'indicatore offre una visione chiara di come le aziende più attive in termini di buyback stiano performando nel tempo, fornendo agli investitori e agli analisti uno strumento utile per monitorare l'efficacia e l'impatto di tale strategia nel contesto più ampio dell'andamento

¹⁸ Si veda paragrafo 1.3.1: le motivazioni dietro il riacquisto

del mercato azionario. Il grafico sottostante identifica l'andamento dell'indice negli ultimi 10 anni.



Figura 4: andamento S&P 500 Buyback Index negli ultimi 10 anni (dati in dollari).

Fonte: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/dividends-factors/sp-500-buyback-index/#overview> (elaborazione propria)

In sintesi, lo strumento riflette il comportamento delle azioni delle principali compagnie coinvolte nei buyback, fornendo una visione sulle imprese che adottano questa strategia per restituire valore agli azionisti.

Per quanto riguarda l'Europa, si procede con la stessa metodologia: il grafico sottostante mostra l'andamento dell'indice S&P Europe 350 Buyback Index



Figura 5: andamento S&P Europe 350 Buyback Index negli ultimi 10 anni (dati in euro).

Fonte: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/dividends-factors/sp-europe-350-buyback-index/#overview> (elaborazione propria)

Anche questo indicatore è progettato per misurare la performance delle 70 azioni con i più alti rapporti di buyback all'interno dell'S&P Europe 350. Le azioni sono selezionate in base al buyback ratio, ossia la quantità di denaro speso per il riacquisto di azioni, durante un periodo di 12 mesi, con i componenti pesati in modo uguale. Ogni trimestre, l'indice viene ribilanciato per riflettere le azioni con i maggiori buyback ratio. Se non ci sono abbastanza azioni che soddisfano i criteri, l'indice può estendere il periodo di riferimento o includere azioni già selezionate in precedenti ribilanciamenti.

Comparando i due indici, si nota che l'S&P 500 Buyback ha avuto un recupero più aggressivo rispetto all'indice europeo, con una crescita più rapida e un ritorno ai massimi storici più pronunciato. L'indice europeo, pur mostrando un andamento favorevole, non ha raggiunto picchi altrettanto elevati, indicando una differenza nell'intensità dei buyback tra le due regioni. Le società americane sembrano più impegnate nel riacquisto delle proprie azioni, il che potrebbe giustificare la maggiore volatilità e i rendimenti più alti nell'indice S&P 500 Buyback. In Europa, sebbene i buyback siano aumentati, la pratica è meno diffusa e incisiva rispetto agli Stati Uniti.

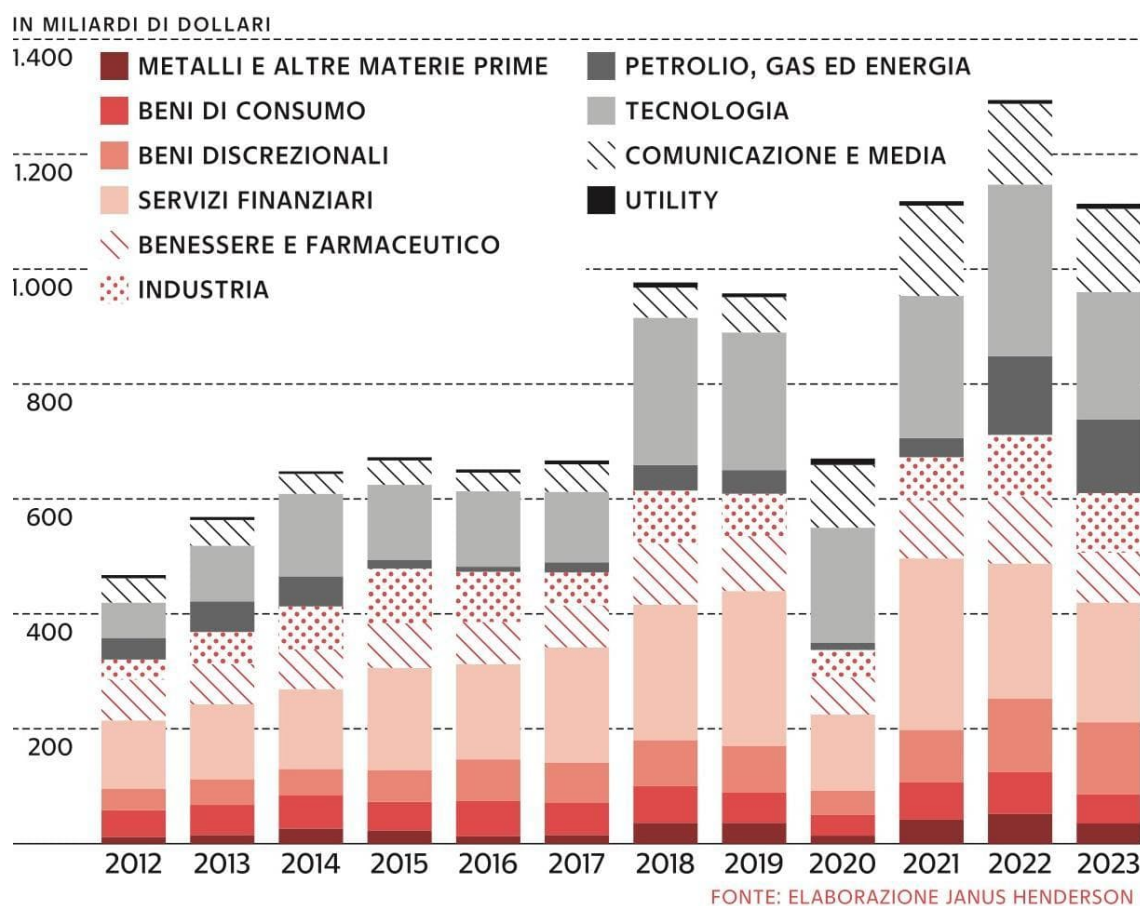


Figura 6: andamento globale buyback suddiviso per settore (2012-2023, dati in dollari).

Fonte: elaborazione Janus Henderson

Il grafico mostra l'evoluzione dei buyback per settore dal 2012 al 2023, evidenziando una crescita complessiva significativa, soprattutto negli ultimi anni. Dopo una fase di incremento graduale tra il 2012 e il 2019, si osserva un calo nel 2020, verosimilmente legato all'incertezza economica globale causata dalla pandemia. Tuttavia, a partire dal 2021, il volume dei buyback riprende rapidamente a salire, raggiungendo nuovi massimi nel 2022 e nel 2023. Analizzando la composizione settoriale, emerge chiaramente come il settore tecnologico abbia assunto un ruolo dominante nell'ultimo triennio, contribuendo in modo sostanziale all'aumento complessivo dei buyback. Anche i servizi finanziari mostrano una crescita marcata, consolidando la loro posizione tra i principali protagonisti di questa dinamica. Il settore industriale mantiene un peso costante e rilevante lungo tutto il periodo, mentre comparti come beni di consumo, beni discrezionali e benessere e farmaceutico evidenziano una crescita più contenuta e regolare. Il settore energia, dopo

una fase di relativa stabilità, mostra una ripresa significativa a partire dal 2021, probabilmente in relazione ai profitti straordinari generati dall'aumento dei prezzi delle materie prime. Comunicazione e media, così come utility e metalli e altre materie prime, restano invece su livelli più contenuti, pur mostrando una leggera crescita nell'ultima parte del periodo considerato. Nel complesso, il grafico riflette come la pratica dei buyback sia diventata sempre più centrale nelle strategie di remunerazione degli azionisti, in particolare nei settori tecnologico e finanziario, che dispongono di maggiore liquidità e capacità di investimento rispetto agli altri comparti.

1.3.1 Le motivazioni dietro il riacquisto di azioni proprie

Mazzei nel 2013 definisce l'operazione di acquisto di azioni proprie come un'«operazione poliedrica» in quanto racchiude in sé molte tematiche tipiche della finanza d'impresa.¹⁹ Oltre ad essere una forma di remunerazione degli azionisti in alternativa alla distribuzione dei dividendi²⁰, è anche contemporaneamente decisione di investimento e di finanziamento, in quanto coinvolge la struttura finanziaria dell'impresa. In questo paragrafo si intende esaminare i motivi del riacquisto di azioni proprie menzionati dai *manager*.

1. La sottovalutazione del titolo.

Nella lettera del 2011 agli azionisti di Berkshire Hathaway, Warren Buffett ha dichiarato di preferire i riacquisti quando sono soddisfatte due condizioni: prima, un'impresa deve disporre di risorse adeguate a far fronte alle necessità operative e di liquidità; seconda, il suo titolo deve essere negoziato a un significativo sconto rispetto al valore intrinseco, calcolato con cautela.

In linea con questa prospettiva, l'86,4% dei manager²¹ ha menzionato la sottovalutazione del titolo come uno dei fattori chiave nelle loro scelte di riacquisto.

Anche la ricerca universitaria avvalorava questa concezione. Le imprese sono solite riacquistare azioni a seguito di un abbassamento del prezzo del loro titolo. Peyer e Vermaelen, per esempio, hanno analizzato nel 2009 3.481 operazioni di riacquisto sul mercato aperto (OMR) negli Stati Uniti dal 1991 al 2001 e hanno trovato che, in media, le aziende hanno registrato un rendimento del -9,05% nei sei mesi precedenti l'annuncio

¹⁹ (Mazzei, 2013)

²⁰ O una forma complementare, si veda il paragrafo 1.3.2

²¹ (Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005)

del riacquisto e hanno realizzato rendimenti anormali positivi nel periodo seguente. Hanno inoltre riscontrato che le imprese con i rendimenti più sfavorevoli prima del riacquisto hanno mostrato i più elevati rendimenti anomali nel lungo termine dopo l'acquisto.²²

Lee, Park, & Pearson, (2020) hanno analizzato un vasto campione di operazioni di *share repurchase* più recenti e hanno trovato che questa tendenza è meno pronunciata nel nuovo millennio. Interpretano i loro risultati come una dimostrazione che i riacquisti di azioni post-2001 sono frequentemente sostenuti da interessi dei dirigenti piuttosto che da ragioni fondamentali, come la sottovalutazione o la gestione del rischio.²³

È anche necessario evidenziare gli sforzi coordinati di molte aziende e borse valori per implementare riacquisti di azioni al fine di stabilizzare il mercato dopo gli eventi dell'11 settembre 2001 come un esempio significativo di come le aziende utilizzino il *buyback* per agire come acquirenti di ultima istanza, fornendo così un supporto al prezzo quando i prezzi scendono ben al di sotto del valore fondamentale a causa di forti shock negativi di liquidità per gli investitori. Inoltre, è stato dimostrato che le aziende con maggiore libertà di riacquistare azioni presentano minori variazioni nei rendimenti a breve termine.

2. Il *signaling*.

Nell'ambito della gestione di un'azienda, i *manager* spesso acquisiscono informazioni private sui fondamentali della società. In particolare, potrebbero possedere informazioni positive che non possono essere facilmente divulgate. Per esempio, potrebbero avere elevate aspettative fondate su ricerche di mercato interne per il lancio di un nuovo prodotto; tuttavia, trasmettere in modo credibile queste grandi aspettative potrebbe comportare la divulgazione di dati della ricerca, offrendo così un vantaggio informativo ai concorrenti. In questo contesto, i *buyback* possono essere considerati un segnale attendibile delle elevate aspettative dei dirigenti sui fondamentali della società.

Coerentemente con questa visione, l'85,4% dei dirigenti intervistati da Brav, Graham, Harvey, & Michaely, (2005) ha affermato che le decisioni di riacquisto trasmettono informazioni al mercato. L'ipotesi centrale delle teorie di segnalamento sui riacquisti azionari è che inviare un segnale falso tramite questi strumenti sia improbabile, poiché comporta costi elevati. Di conseguenza, i riacquisti sono considerati un segnale credibile

²² (Peyer & Vermaelen, 2009)

²³ (Lee, Park, & Pearson, 2020)

di sottovalutazione. Acquistare azioni sopravvalutate, infatti, può generare perdite di negoziazione, riducendo il valore futuro dei titoli e la ricchezza degli azionisti di lungo termine, inclusi spesso gli stessi dirigenti.

Le offerte pubbliche di acquisto a prezzo fisso (RTO) sembrano particolarmente efficaci nel ruolo di segnalamento. Questo perché vincolano l'azienda all'acquisto di un numero specifico di azioni a un prezzo predeterminato, rendendo il segnale di sottovalutazione più forte rispetto ad altre modalità di riacquisto.

Tuttavia, alcuni studi mettono in dubbio l'efficacia dei riacquisti nel riflettere i fondamentali aziendali. Ad esempio, Jagannathan, & Stephens (2003) e Grullon, & Michaely (2004) non hanno trovato evidenze di un miglioramento delle performance operative per le aziende che annunciano riacquisti OMR nei tre anni successivi.

Questi risultati evidenziano le limitazioni degli OMR come strumento di segnalamento della sottovalutazione aziendale.

3. La liquidità delle azioni.

Gli autori De Cesari, Espenlaub, & Khurshed, (2011) hanno studiato l'effetto dei riacquisti di azioni e delle vendite di azioni proprie sulla liquidità e sulla volatilità. Le fonti dei dati sono Datastream, Factiva e i bilanci annuali delle aziende. Analizzando un campione di aziende italiane dal 1997 al 2004, lo studio ha rilevato che queste operazioni hanno migliorato la liquidità e diminuito la volatilità eccessiva, in linea con le motivazioni dichiarate dalle imprese. La liquidità delle azioni di un'azienda e la sua decisione di riacquisto sono probabilmente strettamente correlate. Ad esempio, la metà dei dirigenti finanziari intervistati da Brav et al. (2005) ha affermato che la liquidità delle proprie azioni era un fattore importante che guidava le decisioni di riacquisto.

La natura della relazione sembra variare in base al periodo di tempo, alla giurisdizione e al tipo di azienda studiata.

4. La deterrenza delle OPA.

I riacquisti di azioni possono essere utilizzati per contrastare una minaccia di acquisizione o soddisfare il cosiddetto "*greenmail*." Il *greenmail* si verifica quando un raider aziendale acquisisce una quota significativa della società target sul mercato aperto e minaccia un'OPA (offerta pubblica di acquisto). Il raider offre un "accordo di standstill", in cui promette di abbandonare il tentativo di acquisizione se la società target paga un riscatto, riacquistando quelle azioni a un prezzo maggiorato. Un riacquisto negoziato privatamente

consente il trasferimento di ricchezza a un investitore specifico, rendendolo un metodo interessante per soddisfare le richieste di *greenmail*. Le evidenze suggeriscono che una maggiore regolamentazione e un miglioramento della governance riducono l'uso dei riacquisti di azioni nei casi di *greenmail*.²⁴

1.3.2 Buyback vs dividendi: confronto tra strategie di remunerazione degli azionisti

Prima che i riacquisti di azioni diventassero così comuni dagli anni ottanta, i dividendi rappresentavano la principale modalità di distribuzione del valore agli azionisti. Come menzionato in precedenza, ci sono due teorie riguardanti il *buyback* delle azioni.

Da un lato, per quanto riguarda la tassazione, l'acquisto di azioni proprie si presenta come un'alternativa alla distribuzione del dividendo, specialmente nelle aziende con una limitata base azionaria.

Dall'altra parte, l'acquisto di azioni proprie viene visto come un'integrazione alla distribuzione dei dividendi, parte di una più ampia strategia di remunerazione degli azionisti, adottata dalle aziende con una base azionaria più ampia.

Riguardo alla prima ipotesi, si può ricondurre al fatto che la decisione sulla distribuzione dei dividendi è influenzata da aspetti fiscali, in relazione ai regimi fiscali diversi applicati ai dividendi rispetto ai guadagni in conto capitale e da considerazioni sul significato della politica dei dividendi nelle aziende quotate.²⁵

Infatti, sebbene il beneficio fiscale della minore tassazione del *capital gain* rispetto alle imposte sui dividendi sia volatile, esso si mantiene sempre positivo. Per questo motivo, in letteratura si parla di un «effetto di sostituzione» dei dividendi. Varie ricerche, tra cui quella di Jagannathan, Stephens e Weisbach, confermano che le aziende che ricorrono maggiormente agli acquisti presentano un flusso di profitti più instabile rispetto a quelle che distribuiscono dividendi. In sintesi, i risultati della ricerca menzionata indicano che le aziende che praticano riacquisti presentano flussi di cassa più imprevedibili e, in passato, non hanno mostrato alti livelli di distribuzione. Mostrano redditi operativi inferiori ma redditi non operativi superiori. Le aziende tendono a incrementare i riacquisti dopo un'insoddisfacente performance del mercato azionario, mentre tendono ad alzare i

²⁴ (Chen & Obizhaeva, 2022)

²⁵ (Mazzei, 2013)

dividendi dopo una buona performance. Infine, le istituzioni solitamente favoriscono le società che distribuiscono dividendi rispetto a quelle che effettuano *buyback*.²⁶

D'altro canto, analogamente a quanto avviene in Italia, anche negli Stati Uniti e nel resto d'Europa è diffusa l'idea del *buyback* come metodo complementare per distribuire cassa agli azionisti, affiancandosi ai dividendi (il 69% dei CFO intervistati vede il riacquisto di azioni proprie come una forma complementare e non alternativa alla distribuzione degli utili).²⁷

Ciò è particolarmente vero negli Stati Uniti, dove i *financial manager* spesso adottano una combinazione equilibrata di dividendi e *buyback* per evitare di aumentare il dividendo in anni particolarmente favorevoli, sollevando le aspettative future e correndo il rischio di deluderle. Come già menzionato, i CFO americani temono maggiormente la reazione negativa del mercato all'annuncio di una riduzione del dividendo rispetto ai loro omologhi italiani ed europei, il che li spinge a ricorrere più frequentemente al *buyback* come strumento di payout supplementare.

Il *buyback* viene spesso utilizzato come strumento di segnalazione al mercato. Le imprese che riacquistano le proprie azioni comunicano implicitamente di ritenere che il titolo sia sottovalutato, trasmettendo un segnale positivo agli investitori. Questo può portare a un aumento del prezzo delle azioni, beneficiando sia l'azienda che gli azionisti. Tuttavia, alcuni studi evidenziano come i riacquisti possano anche essere motivati da obiettivi diversi, come l'aumento dell'utile per azione (EPS) senza un reale miglioramento della redditività aziendale o la gestione degli incentivi per il management, specialmente nelle imprese in cui la remunerazione dei dirigenti è legata alla performance azionaria.

Un altro aspetto da considerare è la flessibilità offerta dai *buyback* rispetto ai dividendi. Mentre la distribuzione dei dividendi rappresenta un impegno più rigido e continuativo, i riacquisti possono essere adattati alle esigenze dell'azienda in base alle condizioni di mercato e alle disponibilità di liquidità. Ciò consente alle imprese di mantenere un maggiore controllo sulla gestione del capitale, evitando il rischio di dover ridurre i dividendi in momenti di difficoltà finanziaria, evento generalmente percepito negativamente dagli investitori.

²⁶ (Jagannathan, Stephens, & Weisbach, 1999)

²⁷ (Dallochio, Tzivelis, & Vinzia, 2011)

Dal punto di vista degli azionisti, la scelta tra dividendi e *buyback* dipende dalle preferenze individuali e dal contesto fiscale. Gli investitori a lungo termine potrebbero preferire i riacquisti, poiché l'aumento del valore azionario genera un apprezzamento del capitale senza imposte immediate, mentre quelli che cercano redditi periodici tendono a favorire la distribuzione di dividendi.

Negli ultimi anni, le aziende, soprattutto negli Stati Uniti, hanno progressivamente privilegiato i buyback rispetto ai dividendi, attratte dalla loro maggiore flessibilità e dal potenziale impatto positivo sulle quotazioni azionarie. Questo spostamento, iniziato nei primi anni '80, è stato determinato da diversi fattori, tra cui vantaggi fiscali per gli investitori, l'aumento delle stock option per i dirigenti e il cambiamento delle preferenze tra gli investitori istituzionali. Tuttavia, la motivazione principale risiede nella perdita di utilità dei dividendi rigidi in un contesto in cui sempre meno aziende si sentono sicure della loro capacità di generare utili. I buyback, infatti, rappresentano una forma più adattabile di distribuzione del capitale, consentendo alle aziende di ridurre o sospendere i riacquisti in caso di difficoltà, senza rinunciare al pagamento dei dividendi. La figura in basso mostra l'andamento delle dinamiche di riacquisto di azioni e distribuzione dei dividendi delle società S&P 500, dal 1988 al 2024.²⁸

²⁸ (Damodaran, 2025)

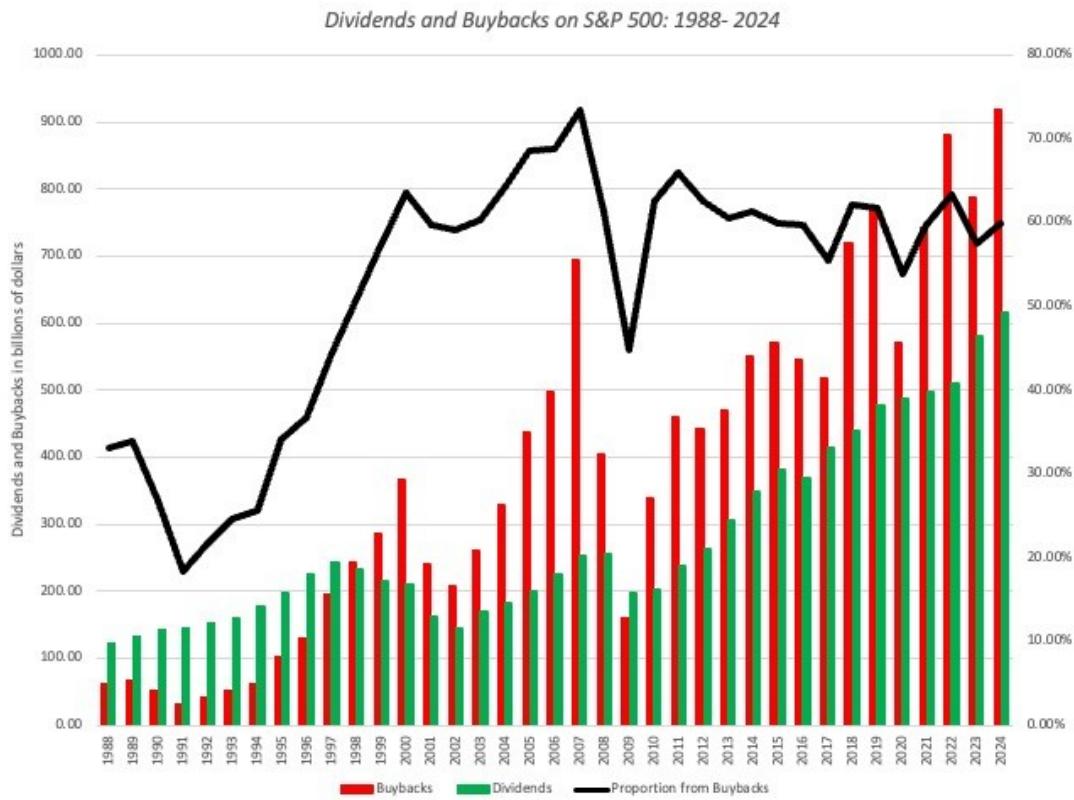


Figura 7: dividendi e buyback: 1988-2024. Fonte: Damodaran, 2025

Come menzionato in precedenza, tuttavia, la tendenza dei riacquisti è rallentata nel 2023, anno in cui il *buyback* ha subito una contrazione del 14%, mentre i dividendi sono saliti a livelli record. A riguardo, Ben Lofthouse, Head of Global Equity Income di Janus Henderson, ha dichiarato: “Molte società utilizzano i *buyback* come valvola di sfogo: un modo per restituire agli azionisti il capitale in eccesso senza creare aspettative di dividendi che potrebbero non essere sostenibili nel lungo periodo. Questa flessibilità spiega perché i *buyback* siano più volatili dei dividendi. L’aumento dei tassi ha avuto un ruolo nel declino dei riacquisti: quando il debito è a buon mercato, ha senso per le aziende contrarre maggiori prestiti e con questi ritirare il costoso capitale azionario. Con i tassi ai massimi pluriennali, questo ragionamento è più sfumato; alcune società stanno riducendo il debito in questa fase del ciclo, utilizzando la liquidità che altrimenti sarebbe stata destinata ai riacquisti, ma pochissime stanno tagliando i dividendi. Per le aziende si tratta di trovare il giusto equilibrio tra investimenti, esigenze di finanziamento e rendimenti per gli azionisti attraverso i dividendi, i *buyback* o entrambi”.²⁹

²⁹ (Mullin, 2024)

Come evidenziato nel grafico, è ripresa l'attività di riacquisto azionario nel 2024.

I buyback, di fatto, sono considerati una forma flessibile di distribuzione agli azionisti: le aziende, quando affrontano difficoltà, riducono o annullano rapidamente i riacquisti di azioni, pur continuando a pagare i dividendi. Nella tabella sottostante vengono evidenziate le differenze tra dividendi e buyback.

<i>Dividends</i>	<i>Stock Buybacks</i>
Sticky: Dividends, once set, are slow to change, more likely to increase than decrease.	Flexible: Buybacks are flexible and, even if announced, can be reversed with little or no consequence.
Timed: Dividends are paid out at regular intervals of time (quarterly, annually).	Opportunistic: Buybacks do not follow a time pattern and can be done at any time (of the company's choosing).
General: Dividends are paid to all shareholders in the firm, whether they need or want the cash.	Selective: Cash is returned to shareholders, but only to those who choose to sell their shares back.
Dividends vs. Buybacks: Firms that have large (small) and stable (volatile) earnings and shareholders who like (don't need) regular, predictable cash flows will return cash as dividends (in stock buybacks).	

Figura 8: principali differenze tra dividendi e buyback. Fonte: Damodaran, 2025

Va anche aggiunto che alcuni regolatori e investitori istituzionali hanno generato perplessità sull'utilizzo eccessivo dei riacquisti, sostenendo che possono distogliere risorse da investimenti strategici a lungo termine, come l'innovazione e la crescita aziendale. Questo dibattito è destinato a proseguire, con possibili implicazioni per la regolamentazione e la gestione finanziaria delle imprese nei prossimi anni.

Capitolo 2

Le politiche di remunerazione nel settore moda

2.1 Introduzione al settore Fashion & Luxury

In questo capitolo si intende analizzare le politiche di remunerazione degli azionisti specificatamente al settore della moda di lusso. Al fine di condurre un'analisi approfondita, è necessario fare delle specificazioni.

Innanzitutto, bisogna specificare che nonostante in ambito economico si tenda ad aggregare i concetti di “moda” e di “lusso”, andando a caratterizzare il settore industriale del “Fashion & Luxury”, nella realtà è opportuno dare una chiara e precisa identificazione e definizione delle due fattispecie.

Il termine “moda” fa riferimento ad un “fenomeno sociale che consiste nell’affermarsi, in un determinato momento storico e in una data area geografica e culturale, di modelli estetici e comportamentali (nel gusto, nello stile, nelle forme espressive), e nel loro diffondersi via via che ad essi si conformano gruppi, più o meno vasti, per i quali tali modelli costituiscono, al tempo stesso, elemento di coesione interna e di riconoscibilità rispetto ad altri gruppi”³⁰. Va sottolineato che le forme espressive non riguardano soltanto il mondo dell’abbigliamento, ma anche delle acconciature, degli ornamenti personali, del trucco, ecc.; in altre parole: tutto ciò che è caratterizzato dal rapido succedersi di fogge, forme, materiali, in omaggio a modelli estetici che in genere si affermano come elementi di novità e originalità.³¹

La locuzione aggettivale “di lusso”, invece, si riferisce a “tutto ciò che comporta grande spesa, o ha carattere voluttuario, raffinato, e non è, in sé stesso o nelle sue qualità, strettamente necessario (contrapposto a ciò che è utile o semplice): articoli, oggetti, generi, prodotti, consumi di lusso; abito, automobile, appartamento di lusso”.³²

La figura in basso riassume graficamente la relazione tra i due termini: Se il mercato complessivo dei prodotti fosse illustrato dall’area bianca, il mercato distintivo degli elementi moda sarebbe quello raffigurato dall’area grigia scura, mentre quello dei prodotti di lusso sarebbe indicato dall’area grigia chiara.

³⁰ Dizionario Treccani

³¹ (Delfino & Pippo, 2017)

³² Dizionario Treccani

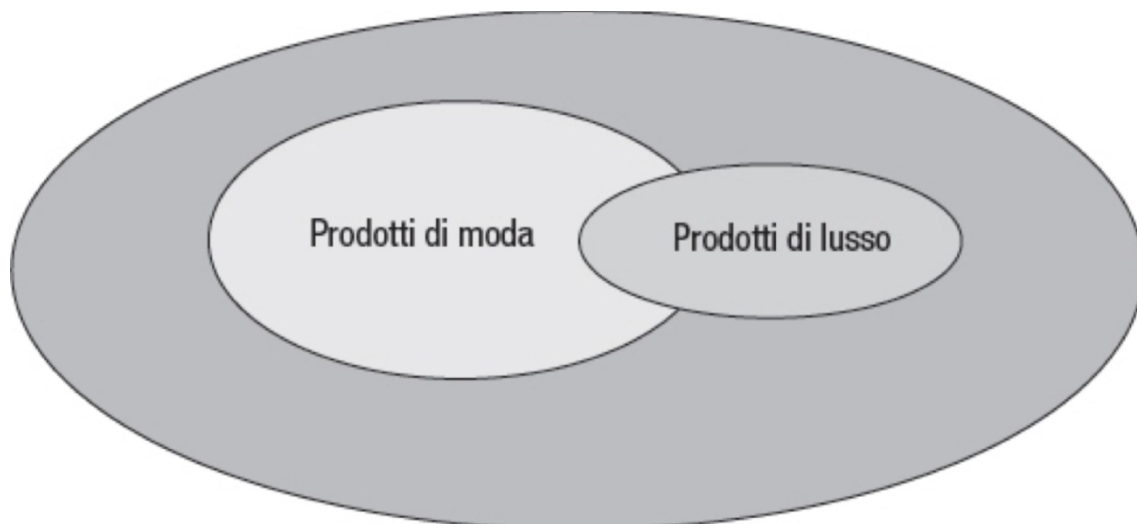


Figura 9: differenza tra prodotti di moda e prodotti di lusso. Fonte: Delfino & Pippo, 2017

L'area di intersezione è l'area in cui i prodotti moda possono avere le stesse caratteristiche dei prodotti di lusso, mentre la somma delle due aree va a contraddistinguere il c.d. settore "Fashion & Luxury" di cui si accennava all'inizio.

2.1.1 Struttura del settore e principali attori

Il settore della moda costituisce un ecosistema dinamico, contraddistinto da una struttura complessa che include diversi attori interconnessi. In base al rapporto annuale di McKinsey & Company³³, nel 2023, il settore della moda e del lusso ha confermato la sua struttura molto segmentata e dinamica, con i marchi di lusso che si collocano in cima per profittabilità economica. I cosiddetti "Super Vincitori", cioè le imprese che creano la maggioranza del profitto economico dell'intero settore, sono stati guidati da marchi di lusso come LVMH, il quale ha generato da solo un profitto pari a quello dei due seguenti classificati messi assieme, costituendo il 22% del valore complessivo del settore. L'ingresso del marchio Moncler tra i Super Winners per la prima volta sottolinea la dinamicità del settore lusso e la sua abilità di far emergere nuovi attori. Contemporaneamente, si è notata una ristrutturazione tra i marchi di abbigliamento sportivo e i *department store*: nuovi protagonisti, come Deckers (titolare di Hoka), hanno avanzato, mentre marchi affermati come JD Sports, Nike e Lululemon hanno visto

³³ (McKinsey & Company, 2025)

diminuire la loro influenza. Il settore dei grandi magazzini ha invece registrato l'ingresso di El Puerto de Liverpool, primo esponente latino-americano nella graduatoria, a seguito del declino di realtà storiche come Macy's e Dillard's. Queste tendenze indicano una dinamica di settore in cambiamento, dove il segmento premium e quello mid-market stanno guadagnando forza, i marchi sfidanti dello sportswear si espandono rapidamente, mentre i grandi nomi del lusso si trovano ad affrontare nuove sfide competitive.

La figura in basso riassume i 20 principali attori per profitto economico nel 2023 per il settore moda (dati in dollari)

Top 20 players by economic profit, 2023,
USD (millions)

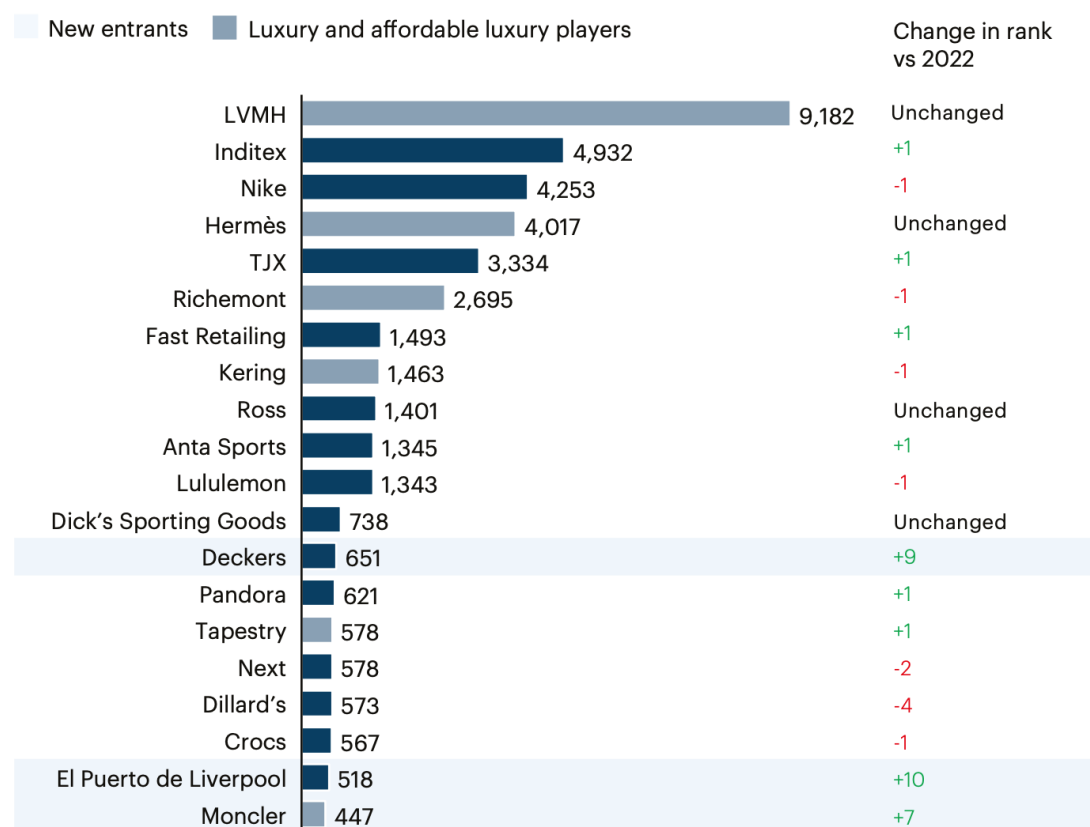


Figura 10: top brand di moda nel 2023 per profitto economico (in dollari). Fonte: McKinsey & Company

2.1.2 Dinamiche di mercato e andamento strategico

Il paragrafo che segue si focalizza sulle recenti tendenze di mercato e sulle sfide che le aziende stanno affrontando. In particolare, si esamineranno gli impatti del rallentamento

dei consumi nel segmento aspirazionale, le difficoltà di alcuni gruppi di lusso come Kering, e le dinamiche globali che influenzano le performance del settore.

Secondo il *Luxury Goods Market Insights Report 2024*³⁴, il mercato globale dei beni di lusso è stimato in 473,9 miliardi di dollari nel 2024, con una previsione di crescita fino a 577,8 miliardi entro il 2029, corrispondente a un tasso di crescita annuale composto (CAGR) del 4,0%. La figura in basso chiarisce maggiormente la tendenza in corso

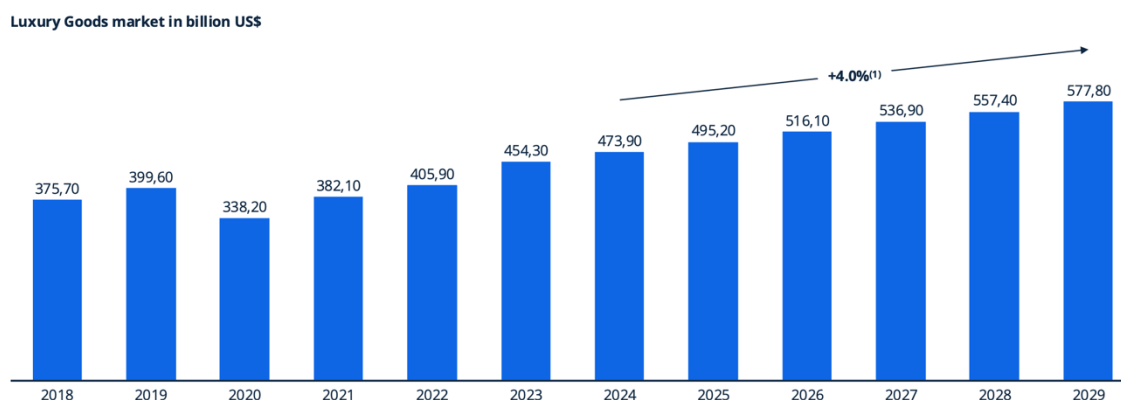


Figura 11: il mercato dei beni di lusso dal 2018 al 2029 (proiezioni), dati in dollari.

Fonte: Statista

Nonostante l'incertezza economica legata a fattori geopolitici e alle trasformazioni post-pandemia, si registra una ripresa sostenuta trainata dai consumi di Cina e Stati Uniti, dalla digitalizzazione e dal peso crescente di Millennial e Gen Z, che nel 2024 rappresentano il 46% della spesa totale nel lusso personale.

In base al *Luxury Goods Worldwide Market Study* Altagamma-Bain³⁵, presentato nell'osservatorio Altagamma di novembre 2024, sia il mercato del lusso complessivo che i beni di lusso personali hanno visto un decremento del 2% rispetto all'anno passato. Il grafico in basso mostra il valore del settore dei beni di lusso personali nel mondo dal 1996 al 2024 (dati espressi in euro)

³⁴ (Statista, 2024)

³⁵ (Bain & Company, 2024)



Figura 12: valore del mercato globale dei beni di lusso personali dal 1996 al 2024 (in miliardi di euro). Fonte: Statista

Tuttavia, il dato più importante riguarda la perdita segmento di 50 milioni di clienti per il settore del lusso, molti dei quali si trovano nella categoria di mercato definita aspirazionale. Questo ha avuto un impatto, da un lato, sui bilanci di alcuni marchi della moda, tra cui spicca Kering. Il gruppo che gestisce Gucci e Saint Laurent ha concluso i nove mesi con un fatturato in diminuzione del 12% rispetto al 2023, con una diminuzione delle vendite anche nel retail diretto e ha evidenziato un segnale critico sulla redditività. L'utile operativo del 2024 potrebbe arrivare al punto più basso dal 2016.

Il report *The State of Fashion 2025*, redatto da McKinsey & Company³⁶ in collaborazione con *The Business of Fashion*, delinea uno scenario di transizione critica per il settore moda, in cui le aziende si trovano a fronteggiare tensioni geopolitiche, incertezze macroeconomiche e un crescente attivismo normativo. Le imprese devono ora conciliare la crescita con la sostenibilità, l'innovazione con la resilienza, puntando a un equilibrio tra performance economica e responsabilità sociale.

³⁶ (McKinsey & Company, 2025)

Tra le dieci principali priorità strategiche per il 2025, spiccano il consolidamento operativo, la riconsiderazione dei modelli di produzione e consumo, e l'accelerazione dell'adozione dell'intelligenza artificiale. Questi cambiamenti riflettono una spinta verso un settore più consapevole e responsabile, dove trasparenza, efficienza e agilità saranno fondamentali per la competitività. Le aziende che sapranno adattarsi rapidamente a questi mutamenti strutturali, sviluppando capacità di anticipare e rispondere agli shock, avranno maggiori possibilità di emergere come leader in un mercato globale sempre più complesso.

Il sentiment dominante tra i leader del settore è quello di incertezza. Solo il 20% degli intervistati prevede un miglioramento rispetto al 2024, mentre il 41% si aspetta condizioni stabili e il 39% teme un peggioramento. Sebbene le aspettative siano ancora divise, le preoccupazioni principali si sono evolute rispetto all'anno precedente:

- *Fiducia dei consumatori*: la principale preoccupazione riguarda il sentiment dei consumatori, influenzato da un contesto economico globale instabile. Il 70% dei dirigenti considera la fiducia dei consumatori il rischio più significativo per il 2025.
- *Instabilità geopolitica e volatilità economica*: le preoccupazioni per i conflitti geopolitici e per le implicazioni economiche restano elevate, suggerendo che queste problematiche continueranno a dominare le agende delle aziende.
- *Inflazione*: l'inflazione, pur essendo stata una preoccupazione prioritaria negli anni precedenti, è scesa nelle classifiche di rischio, grazie alla riduzione dei tassi d'interesse a livello globale.

Il settore sta attraversando delle sfide principalmente in due mercati:

- La Cina, che non ha mai recuperato i livelli pre Covid e dove i consumatori hanno cambiato passo e, molto probabilmente, gusti, ma rimangono ancora il bacino di consumatori più nutrito per il lusso
- Gli Stati Uniti, a causa dell'aumento dei prezzi del lusso, conseguente ai dazi applicati da Trump

Uno dei motivi principali per cui il settore del lusso ha perso circa 50 milioni di consumatori negli ultimi anni è l'aumento dei prezzi, che ha reso molti prodotti inaccessibili a una fascia di pubblico più ampia. Anche se il costo di alcune materie prime è diminuito, i marchi di lusso hanno continuato ad alzare i prezzi, lasciando scoperta

quella fascia “intermedia” di consumatori che, pur non essendo clienti abituali, aspiravano a concedersi ogni tanto un acquisto di lusso. Secondo un report pubblicato da McKinsey nell’aprile 2024, questi consumatori rappresentano circa il 18% del valore del mercato della moda di lusso. Escluderli ha avuto conseguenze pesanti per i *brand*, che oggi stanno cercando di capire come riconquistarli. Una delle strade è lo sviluppo dei canali “off price”, cioè la creazione di collezioni più semplici e a prezzi accessibili, vendute nei negozi outlet, un canale che nel 2023 ha raggiunto un valore di 45,9 miliardi³⁷ di euro. Parallelamente, anche il mercato del *second-hand* ha registrato una crescita significativa, superando i 10 miliardi di dollari.³⁸

Andrea Guerra, amministratore delegato del gruppo Prada, ha ammesso all’Osservatorio Altagamma che è stato un errore aumentare i prezzi “*solo perché era facile*”. Tuttavia, ha anche detto che la soluzione non sarà semplicemente abbassarli, ma piuttosto creare prodotti di qualità, raccontare una storia, trasmettere dei valori chiari e rimanere credibili agli occhi dei clienti.

Un’altra ragione determinante la crisi del lusso è la perdita di creatività e credibilità, due perni dell’identità di un *brand*, specialmente nel lusso. Negli ultimi mesi, molte maison, sia in crisi che in fase di cambiamento, hanno rinnovato i propri direttori creativi. Tra gli esempi più recenti c’è il passaggio di Dario Vitale da Miu Miu a Versace, nel tentativo del gruppo americano Capri Holdings di rilanciare il marchio prima di una possibile vendita al gruppo Prada. A marzo 2025, i fondatori di Proenza Schouler, Jack McCollough e Lazaro Hernandez, sono diventati direttori creativi di Loewe. Poco meno di un anno prima, Alessandro Michele, noto per il suo lavoro innovativo in Gucci, è passato a Valentino dopo l’uscita di Pierpaolo Piccioli, in azienda da 25 anni. E ancora, Demna (ex direttore creativo di Balenciaga) è passato a Gucci dopo l’uscita di Sabato De Sarno e Kim Jones, dopo 7 anni al timone di Dior uomo, ha deciso di dimettersi a gennaio 2025.

Infine, una parte importante delle difficoltà che il settore sta affrontando riguarda le nuove regole europee sulla sostenibilità. Dal 2024 l’Unione Europea ha introdotto diverse normative: tra queste, il regolamento Ecodesign che, dal 2027, imporrà un passaporto digitale per ogni prodotto, le direttive sulla rendicontazione di sostenibilità, e quelle sul

³⁷ (Bain & Company, 2024)

³⁸ (Statista, 2024)

controllo della filiera. Altre regole obbligano a garantire la tracciabilità della pelle, la sicurezza dei prodotti e l'indicazione dei materiali usati. In più, sarà introdotta l'EPR³⁹ anche nel settore tessile, cioè la responsabilità dei produttori nella gestione dei rifiuti, che in Italia è già stata recepita ma non ancora applicata.

Resta incerto se le aziende saranno in grado di adattarsi a questi cambiamenti, soprattutto sul piano degli investimenti, e se questi costi verranno scaricati ancora una volta sui prezzi finali. Resta da vedere anche come reagiranno i consumatori e se le imprese europee sapranno restare competitive rispetto a quelle dei Paesi extra-UE. L'Unione Europea, infatti, punta proprio a rafforzare l'industria nella transizione sostenibile, ma il quadro regolatorio è in fase di definizione e presenta ancora elementi di incertezza.⁴⁰

2.1.3 Il Ruolo del Direttore Creativo e il Conflitto di Potere con il CFO

A prima vista, potrebbe apparire che nel paragrafo 2.1 la moda venga esaminata maggiormente da una prospettiva sociologica e artistica piuttosto che economica.

La peculiarità dei prodotti con caratteristiche “di moda” risiede nel loro ciclo di vita, che è differente rispetto a quello tradizionale delle altre categorie merceologiche (nascita, crescita, maturità e declino); si tratta, infatti, di una variazione influenzata dalle stagioni, dall'evoluzione delle preferenze di mercato e da altre variabili non sempre gestibili. Esistono, dunque, quattro fasi: introduzione, picco, declino ed eventuale rilancio.⁴¹

Utopisticamente, il *purpose* di una sfilata dovrebbe essere quello di esprimere la propria arte e non ricercare il profitto economico. E per questo motivo, la figura professionale più rilevante dovrebbe essere quella del direttore artistico (o direttore creativo), colui che è responsabile della visione artistica e strategica del marchio. Si occupa di coordinare il *team* creativo, supervisionare la progettazione delle collezioni e dirigere delle scelte strategiche legate all'identità visiva.

Ci si può quindi chiedere se un direttore creativo possa avere un impatto sul posizionamento del mercato Fashion & Luxury e sull'andamento finanziario nel medio/lungo periodo, attraverso la visione/ strategia creativa.

³⁹ EPR è l'acronimo di Extended Producer Responsibility, cioè Responsabilità Estesa del Produttore. Si tratta di un principio secondo cui i produttori sono responsabili del ciclo di vita del prodotto anche dopo la vendita, fino al suo smaltimento finale.

⁴⁰ (Casadei, 2024)

⁴¹ (Delfino & Pippo, 2017)

Flavio Cereda, Investment manager luxury brands di Gam, sostiene che *“il ruolo e l'importanza del direttore creativo dipendono molto dal brand e quindi la risposta varia a seconda del marchio”*⁴². Ad esempio, la scelta di Dario Vitale (ex direttore creativo di Miu Miu) come nuovo responsabile stilistico di Versace, con la conseguente partenza di Donatella Versace, non ha avuto alcun effetto immediato sul titolo di Capri Holding (il gruppo di cui fa parte l'azienda). Diverso è il caso di Gucci, che ha recentemente comunicato la nomina dello stilista georgiano Demna (ex Balenciaga), la cui visione combina provocazione, inclusività e lusso. Il titolo Kering, holding di Gucci, ha registrato un ribasso del 12% al momento della riapertura del mercato nel giorno successivo alla nomina.

Proprio perché l'impatto delle scelte creative può variare molto da brand a brand, diventa evidente quanto sia importante il ruolo della funzione finanziaria nel dare equilibrio e concretezza a queste decisioni. In questo contesto la funzione finanza e il CFO si inseriscono per tradurre in termini quantitativi e monetari gli obiettivi, le decisioni strategiche adottate dai direttori creativi e le attività svolte dall'organizzazione. In particolare, nel campo della moda e del lusso, il responsabile finanziario ha l'incarico di:

43

- pianificare, osservare e regolare l'amministrazione attuale tramite l'analisi del conto economico, dello stato patrimoniale e del rendiconto finanziario, sia consuntivo che previsionale, utilizzando strumenti come il budget e il reporting;
- analizzare gli investimenti strategici che mirano alla crescita organica attraverso l'aumento dei ricavi e il miglioramento dell'efficienza operativa;
- considerare la cessione di beni che non sono ritenuti fondamentali per l'azienda;
- stabilire la composizione del capitale dell'impresa e selezionare la combinazione ottimale riguardo le fonti di finanziamento;
- gestire i rapporti con i mercati finanziari, le istituzioni finanziarie e altre entità.

Nella realtà dei fatti però, si può dire che le due responsabilità sono invertite: a "comandare" è la funzione finanza rispetto allo sviluppo prodotto, in quanto spesso è la sostenibilità economica a dettare i confini entro cui la creatività può muoversi. In un settore dove l'immagine e l'innovazione giocano un ruolo fondamentale, è

⁴² (Camurati, Un direttore creativo può influenzare l'andamento di un titolo luxury? Rispondono gli analisti, 2025)

⁴³ (Delfino & Pippo, 2017)

paradossalmente la dimensione finanziaria a guidare molte delle scelte strategiche, indirizzando il lavoro dei direttori creativi verso obiettivi che non sempre coincidono con la pura espressione artistica. La visione creativa diventa così uno strumento al servizio della redditività, subordinata alla necessità di garantire risultati misurabili, ritorni sugli investimenti e una performance coerente con le aspettative degli stakeholder.

2.2 Le politiche di remunerazione degli azionisti nel settore: dividend policies

2.2.1 Analisi comparativa delle politiche di dividendo nelle principali aziende del settore

Per analizzare le politiche di distribuzione dei dividendi nel settore del lusso, questo paragrafo si focalizza sui principali protagonisti del settore moda, esaminando l'evoluzione delle loro strategie nell'ultimo decennio. In particolare, si prendono in esame i gruppi principali come LVMH e Kering (quest'ultimo è alla guida di marchi importanti come Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen e Brioni) insieme ad altri brand emblematici come Hermès, Moncler, Prada, Burberry e Brunello Cucinelli. LVMH, il leader globale del lusso, possiede un portafoglio vasto e variegato che include marchi come Louis Vuitton, Dior, Fendi, Loewe, Celine, Givenchy, Loro Piana, Bulgari e Tiffany & Co. L'intento è analizzare come questi attori abbiano gestito la distribuzione di dividendi in rapporto alla crescita degli utili, alle dinamiche di mercato e a eventi straordinari, come la pandemia di Covid-19, evidenziando sia le differenze strutturali tra i diversi modelli di business sia le somiglianze emerse durante la fase di recupero post-crisi.

In generale i grandi brand della moda hanno incrementato gradualmente i dividendi nell'ultimo decennio, mantenendo però rendimenti (*dividend yield*) moderati. Prima del 2020, utili e cedole erano in costante crescita: LVMH, ad esempio, ha aumentato il dividendo di 1 € ogni anno tra il 2016 e il 2018, con un *payout ratio* attorno al 47%. Ciò si traduceva in yield relativamente bassi (~1-2%) dato il forte apprezzamento dei titoli. La crisi pandemica del 2020 ha interrotto questa traiettoria: molte società hanno sospeso o ridotto le distribuzioni per conservare liquidità. Prada e Moncler annullarono il dividendo dell'esercizio 2019, destinando l'intero utile a riserve, mentre i colossi francesi ridussero l'importo di circa un terzo rispetto all'anno precedente. Burberry cancellò

completamente la cedola finale 2020 (circa £120 milioni) dopo un crollo delle vendite del 27%. Con la ripresa del lusso nel 2021-2022, quasi tutti i player hanno ristabilito e spesso aumentato i pagamenti: Hermès ha più che raddoppiato il dividendo in due anni (da 8 € per azione sul 2020 a 25 € sul 2022, includendo €10 straordinari), e Moncler è passata da 0,45 € (*payout* 38%) nel 2020 a 1,30 € nel 2024 (*payout* 55%). Kering, forte di utili 2021 in crescita del +47%, ha alzato la cedola a 12 € (+50% sull'anno precedente), mentre LVMH è tornata a dividendi record (6 € sul 2020, poi 10 € sul 2021 e 12 € sul 2022). Permangono differenze tra i brand: le aziende a crescita elevata (es. Hermès, Moncler) mostrano yield tuttora intorno all'1-2%, mentre gruppi più maturi come Burberry offrono rendimenti più alti (2-4% negli ultimi anni), specie dopo aumenti straordinari o cali del corso azionario.

Nei grafici Bloomberg ("*Come viene speso e finanziato il capitale?*"), si evidenziano chiaramente le principali voci di allocazione del capitale:

- le barre arancioni indicano tipicamente i dividendi;
- le barre blu mostrano invece le spese per riacquisto di azioni proprie (buyback);

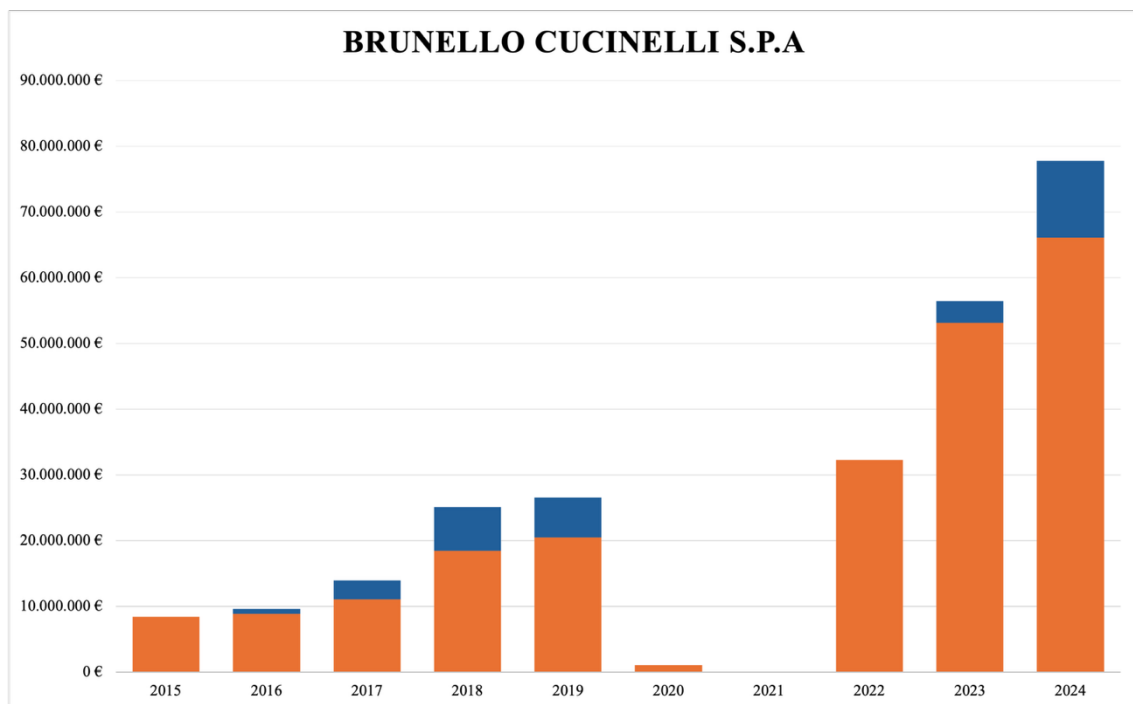


Figura 13: come viene speso e finanziato il capitale Brunello Cucinelli S.p.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)

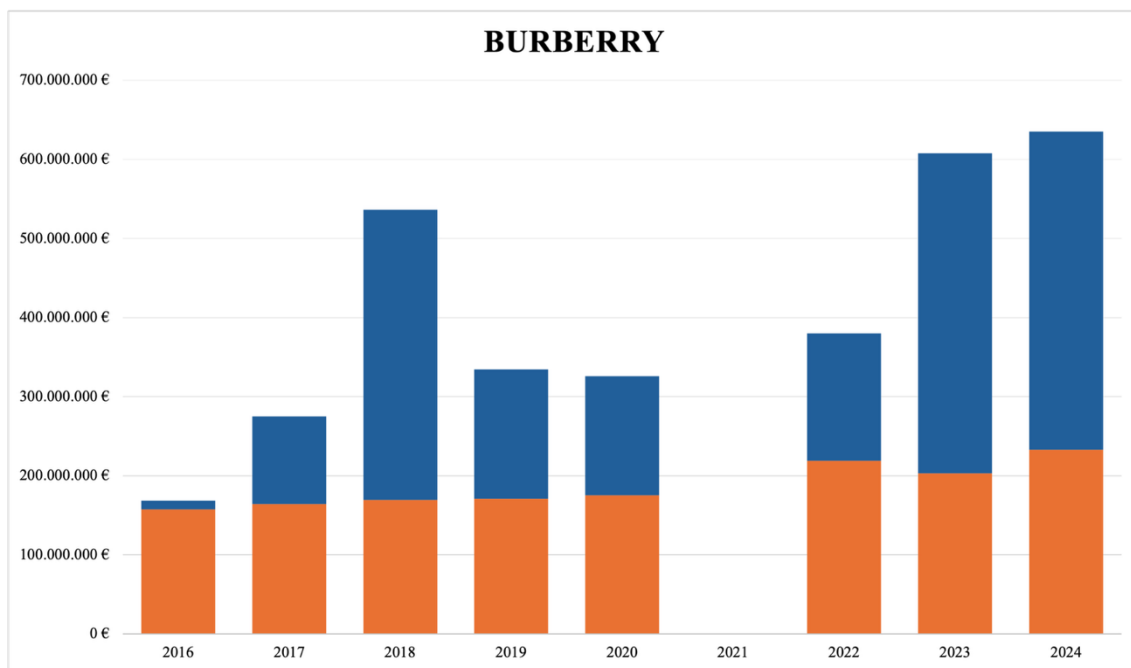


Figura 14: come viene speso e finanziato il capitale Burberry Ltd. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)

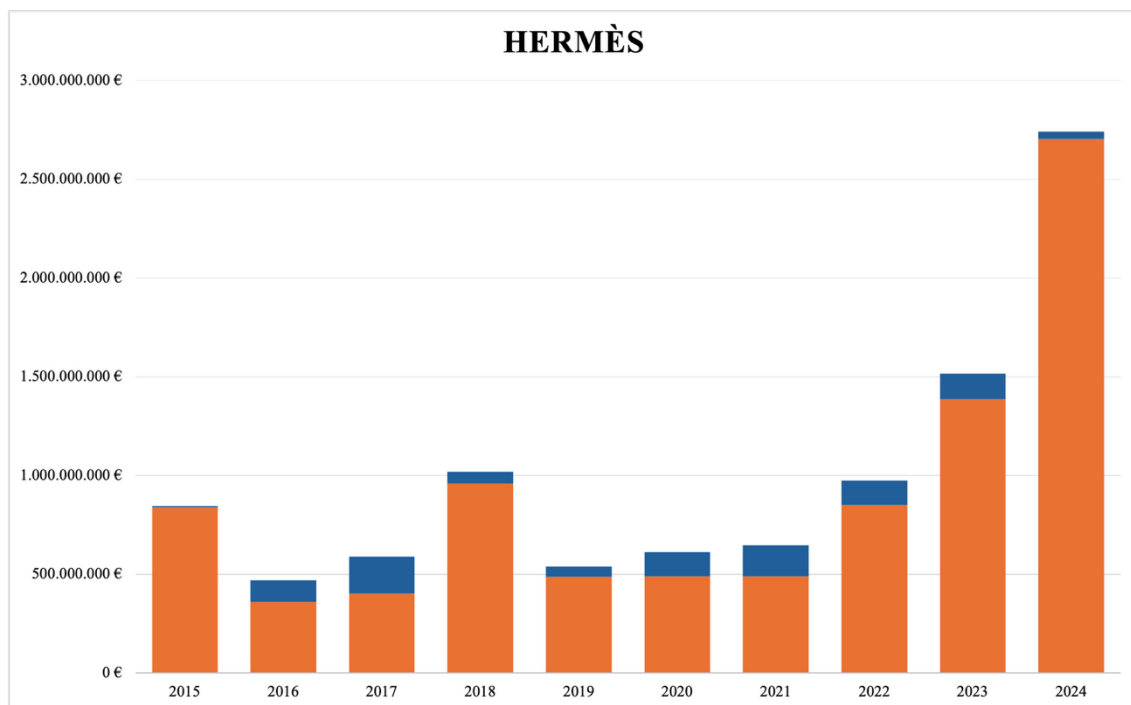


Figura 15: come viene speso e finanziato il capitale Hermès. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)

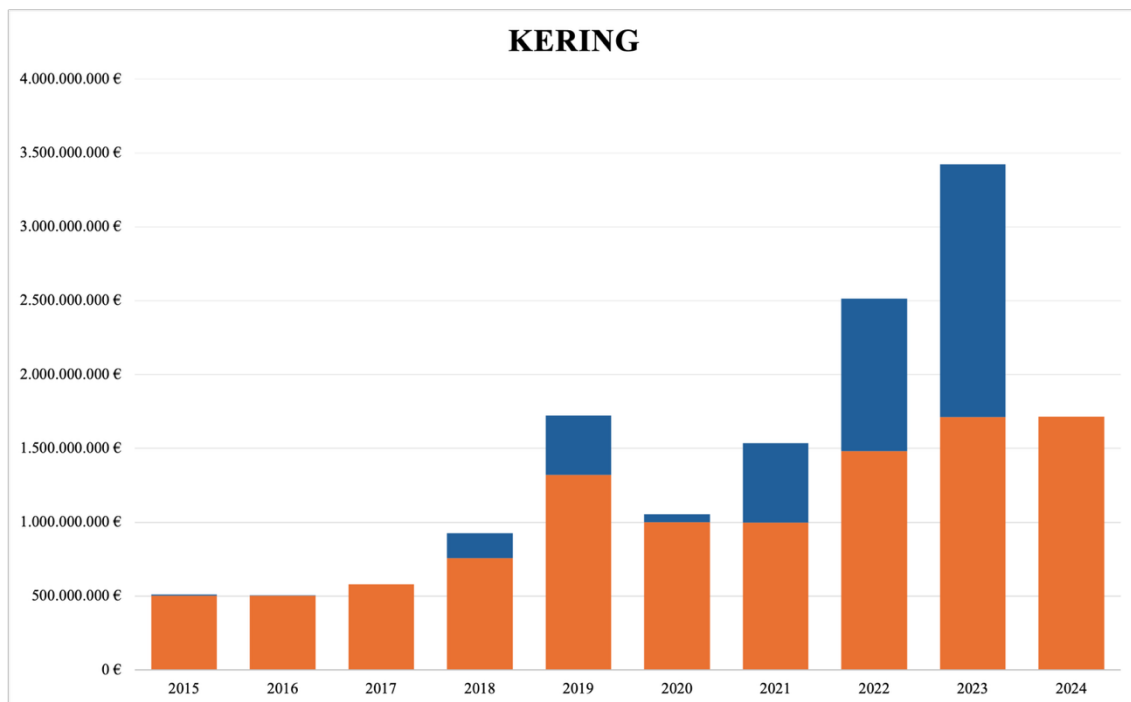


Figura 16: come viene speso e finanziato il capitale Kering S.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)

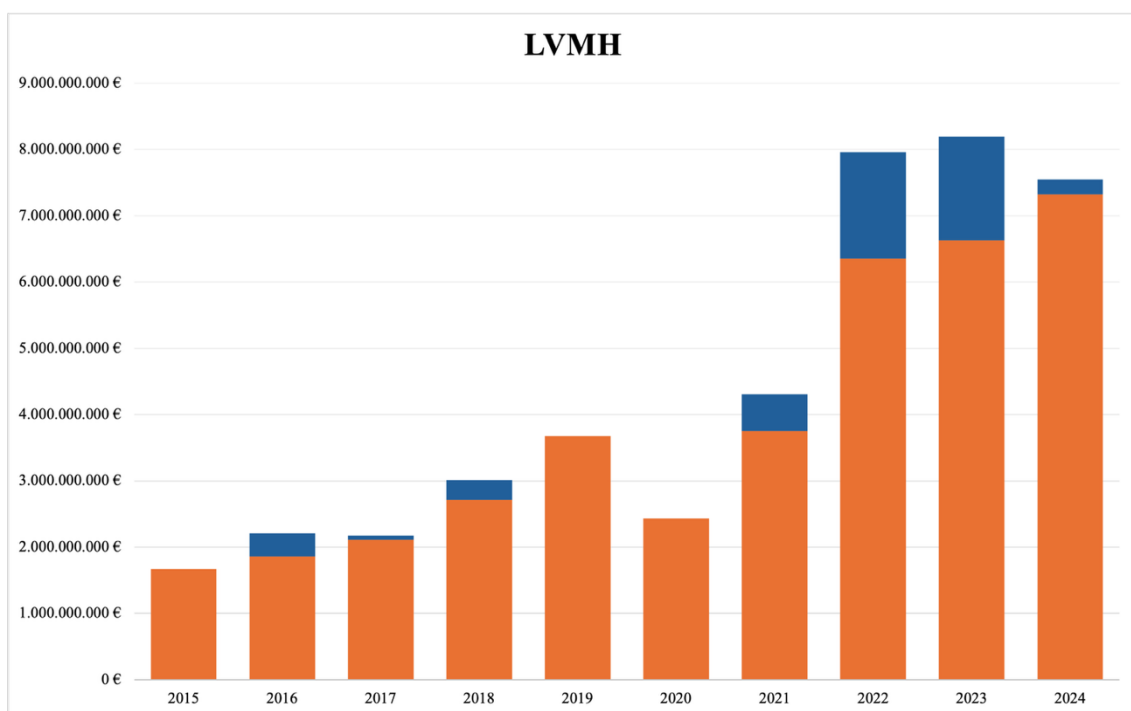


Figura 17: come viene speso e finanziato il capitale LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)

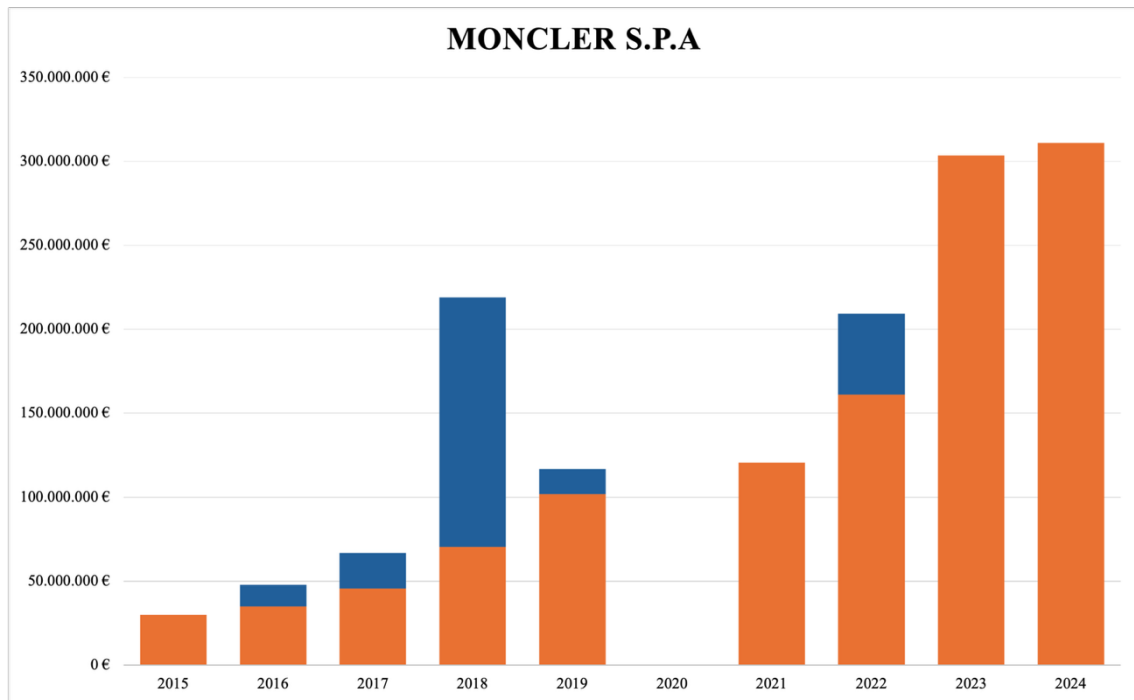


Figura 18: come viene speso e finanziato il capitale Moncler S.p.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)

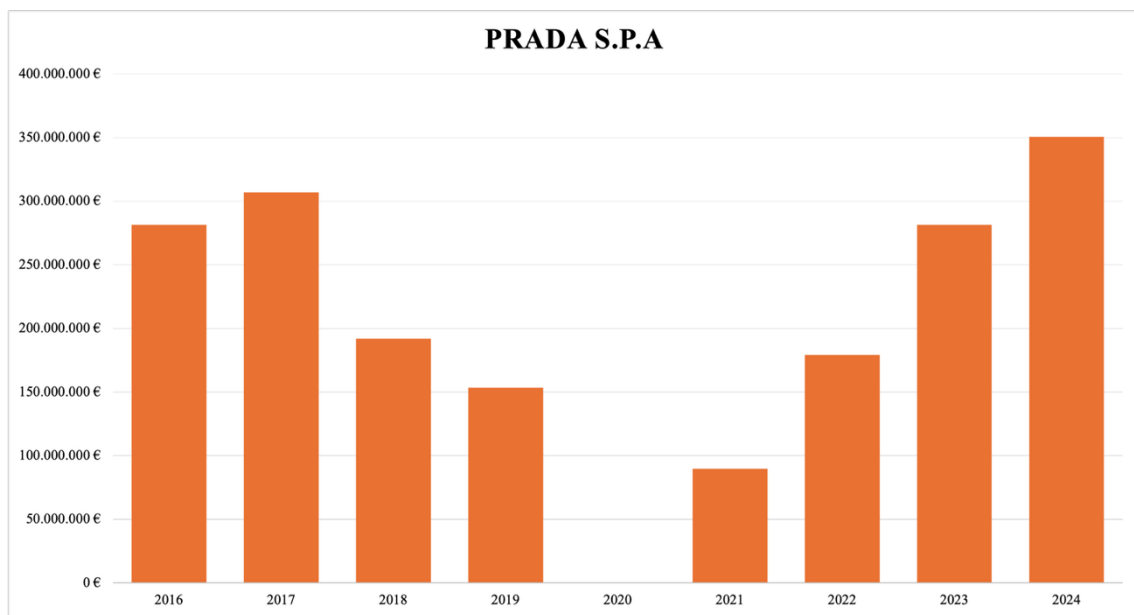


Figura 19: come viene speso e finanziato il capitale Prada S.p.A. Fonte: Bloomberg (elaborazione propria)

Osservando i grafici, si possono fare delle considerazioni sulle varie politiche di dividendo. Nel settore del lusso, i dividendi rivelano strategie diverse nella distribuzione degli utili tra le varie aziende. LVMH ed Hermès si distinguono per generosità e costanza

nei dividendi. Entrambe hanno registrato una crescita significativa, particolarmente accentuata dal 2022. LVMH emerge come il gruppo con la distribuzione più elevata verso gli azionisti, mentre Hermès mostra una crescita costante, testimoniando grande stabilità e capacità di generare profitti.

Kering segue un percorso analogo, con dividendi in progressivo aumento dal 2021, sebbene con importi inferiori rispetto a LVMH. Anche Burberry mantiene una politica relativamente regolare: ha distribuito generosamente prima della pandemia, ha subito una flessione nel 2021, per poi riprendere i pagamenti, dimostrando una gestione cauta ma solida.

Brunello Cucinelli e Moncler, realtà di dimensioni più contenute, hanno iniziato a dare maggiore rilevanza ai dividendi solo negli anni recenti. Cucinelli li ha più che raddoppiati, segnalando l'ingresso dell'azienda in una fase di maggiore maturità. Moncler, dopo periodi caratterizzati da dividendi limitati o assenti, ha incrementato notevolmente le distribuzioni, indicando fiducia nel proprio percorso di crescita.

Prada ha mostrato un andamento meno uniforme. Prima del 2020 i dividendi si mantenevano relativamente stabili, per poi subire una forte contrazione durante la pandemia.

Uno studio di Milano Finanza Fashion⁴⁴ ha individuato una panoramica generale dei dividendi per quanto riguarda il settore del lusso nel 2024.

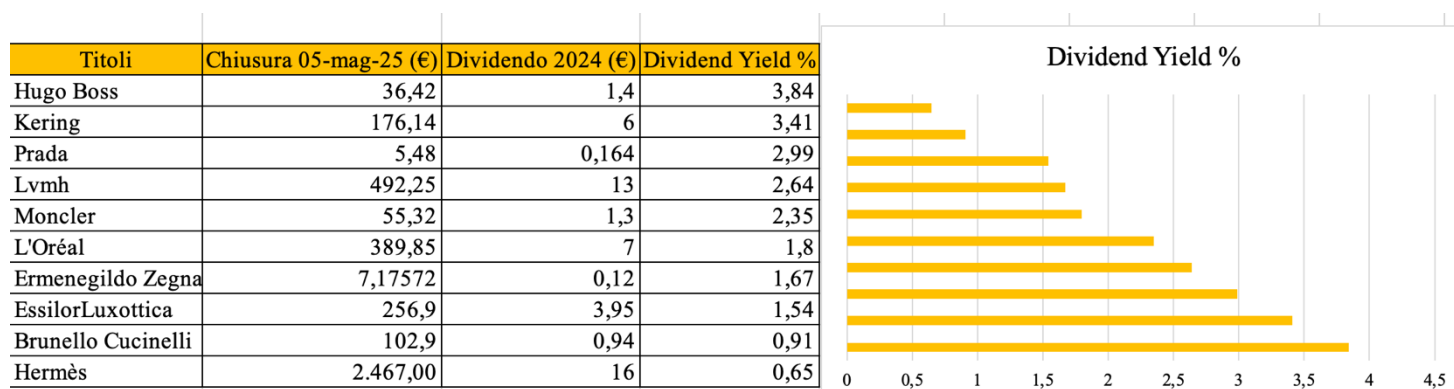


Figura 20: dividendi nel 2024 delle principali aziende di lusso (dati in euro). Fonte: Milano Finanza Fashion (elaborazione propria)

Nella fattispecie, il settore ha complessivamente mantenuto politiche di remunerazione degli azionisti in linea con l'andamento degli utili, con *dividend yield* compresi tra l'1%

⁴⁴ (Camurati, Dividendi di lusso. Da Hermès a Lvmh, ecco a quanto ammontano nel settore, 2025)

e il 3% nella maggior parte dei casi. Hermès si è confermata l'azienda più generosa, distribuendo un dividendo ordinario di 16 euro per azione, con la proposta di un ulteriore dividendo straordinario di 10 euro, mentre Lvmh ha mantenuto la cedola a 13 euro per azione, nonostante un contesto di mercato in rallentamento che ha inciso sia sui ricavi sia sull'utile netto. Altre società, come EssilorLuxottica ed Ermenegildo Zegna, hanno confermato dividendi analoghi all'anno precedente, rispettivamente di 3,95 e 0,12 euro per azione. In controtendenza si è posta Kering, che ha più che dimezzato il dividendo a 6 euro per azione a fronte di un calo significativo delle vendite di Gucci, pur mantenendo uno dei dividend yield più elevati del comparto (3,41%). Hugo Boss ha registrato il dividend yield più alto (3,84%), mentre Prada ha aumentato la cedola a 0,164 euro per azione, con un rapporto dividendo-prezzo del 2,99%. Moncler ha incrementato il dividendo a 1,3 euro per azione, pari a un payout ratio del 55% e un dividend yield del 2,35%. L'Oréal e Brunello Cucinelli hanno anch'essi aumentato leggermente le rispettive cedole, portandole a 7 e 0,94 euro per azione. Tuttavia, nonostante l'elevato valore assoluto della cedola, Hermès presenta il dividend yield più basso del settore (0,65%), riflettendo una valutazione di mercato particolarmente elevata.

Per concludere, il settore del lusso ha vissuto un anno di sostanziale stabilità nella distribuzione dei dividendi, con politiche di remunerazione degli azionisti che hanno generalmente seguito l'andamento degli utili.

2.2.2 Differenze tra aziende familiari e corporate

Le società a controllo familiare (Prada, Brunello Cucinelli, Hermès, Moncler) adottano in genere un approccio conservativo e orientato al lungo periodo. Una quota maggiore degli utili viene reinvestita nello sviluppo del brand e nella rete distributiva, mantenendo dividendi più contenuti e flessibili. Ad esempio, prima della pandemia Moncler distribuiva tipicamente solo il 20-30% degli utili annuali, privilegiando la crescita, e Brunello Cucinelli ha scelto di non distribuire dividendi per due anni consecutivi durante il Covid (utile 2019 e 2020) per tutelare la solidità finanziaria. Queste aziende tendono a utilizzare poco lo strumento del buyback: Prada e Cucinelli non hanno attuato rilevanti programmi di riacquisto di azioni proprie, preferendo impiegare la cassa in investimenti strategici o mantenerla a riserva. Hermès, pur iniziando di recente a distribuire extra-dividendi dati gli utili record, ha accumulato una robusta posizione di cassa netta (€12 miliardi a fine 2024 dopo aver versato €2,6 mld di dividendi) e ha una tradizione di bonus

ai dipendenti in aggiunta alle cedole. I grandi gruppi corporate (LVMH, Kering, Burberry) mostrano politiche più aggressive nel rendimento per gli azionisti e nella gestione del capitale eccedente. Mantengono *payout ratio* attorno al 50% degli utili in condizioni normali e mirano a una progressione costante del dividendo anno su anno (le riduzioni, come il -30% del 2020, sono eccezioni legate a crisi). Inoltre, fanno ampio ricorso ai buyback come leva di allocazione del capitale: Burberry, ad esempio, ha completato un programma di riacquisto da £150 milioni tra fine 2019 e inizio 2020 ed era autorizzata a riacquistare fino al 10% delle azioni proprie nel 2020. Analogamente Kering nel 2024 ha varato un nuovo buyback da €8,6 miliardi (oltre il 10% della capitalizzazione) per ottimizzare la struttura finanziaria e sostenere il titolo. Questi conglomerati bilanciano dunque dividendi crescenti con riacquisti periodici e grandi acquisizioni strategiche (es. Tiffany per LVMH), reinvestendo parte degli utili in nuove opportunità di crescita ma restituendo regolarmente una significativa quota agli azionisti, secondo logiche più *market-driven* rispetto alle società familiari.

2.3 Le politiche di remunerazione degli azionisti nel settore: buyback

Nel periodo 2015–2025 diverse aziende del lusso hanno avviato programmi di riacquisto di azioni proprie (buyback) per restituire capitale agli azionisti o per altri scopi strategici. Di seguito analizziamo quali aziende hanno effettuato buyback, in quali periodi e con quali risultati, le motivazioni alla base di queste operazioni, e la frequenza (episodica o sistematica) dei programmi, includendo esempi concreti e dati quantitativi.

Brunello Cucinelli.

L'azienda italiana del cachemire ha effettuato di recente un buyback di dimensioni contenute. L'Assemblea degli Azionisti del 23 aprile 2024 ha autorizzato un programma di acquisto azioni proprie, poi avviato dal CdA l'11 dicembre 2024. Nel periodo dal 12/12/2024 al 29/04/2025 Brunello Cucinelli ha riacquistato 123.500 azioni, pari allo 0,1816% del capitale sociale (68 milioni di azioni), per un esborso complessivo di €13,25 milioni. Il programma si è concluso ad aprile 2025 con il totale delle azioni previste acquistate (100% di completamento). Da notare che la società non deteneva azioni proprie prima di questo buyback e tutte le 123.500 azioni riacquistate sono state destinate ai beneficiari del Piano di Stock Grant 2022-2024, anziché essere cancellate.

Burberry.

Il marchio britannico ha utilizzato regolarmente i buyback come strumento di allocazione del capitale. Nel maggio 2019, Burberry annunciò un primo buyback da £150 milioni, eseguito nell'esercizio 2019/20, a seguito di risultati finanziari solidi.⁴⁵ Dopo una pausa durante la pandemia (nel FY 2020/21 non vi furono riacquisti), Burberry ha ripreso questa politica: nel maggio 2022, insieme ai risultati annuali, ha approvato un consistente buyback da £400 milioni da completare nel FY 2022/23. Questo programma, corrispondente a circa il 5% della capitalizzazione di mercato, è stato annunciato come segnale di fiducia e ha visto l'esecuzione tra il 2022 e il 2023. Un ulteriore programma (sempre di £400 milioni) è stato annunciato il 30 giugno 2023, con termine a dicembre 2023, completando l'operazione di riacquisto di azioni proprie di Burberry per il periodo post-pandemico. Complessivamente, tra 2022 e fine 2023 Burberry ha riacquistato azioni per circa £400 milioni (quasi interamente eseguiti, con oltre il 99% del programma completato). Ad esempio, nel 2023 la società ha comprato quasi il 10% del flottante (buyback yield ~9,5% nell'anno) secondo analisi indipendenti, riducendo il numero di azioni in circolazione (le azioni riacquistate sono destinate alla cancellazione per abbattere il capitale).

Hermès.

La maison ha adottato una strategia di buyback regolare e contenuta, integrata in una politica pluriennale. Dal 2015 al 2024 Hermès ha riacquistato ogni anno un numero limitato di azioni, con operazioni che in genere rappresentano tra lo 0,02% e lo 0,4% del capitale sociale. Il buyback più significativo è avvenuto nel 2017, con il riacquisto di 433.242 azioni (pari a circa lo 0,4% del capitale) per un controvalore di €187 milioni. I programmi vengono autorizzati annualmente dall'Assemblea e sono finalizzati principalmente alla copertura dei piani di incentivazione azionaria per dipendenti e dirigenti, nonché alla costituzione di una riserva di azioni proprie da destinare a eventuali acquisizioni o, in misura limitata, a operazioni di annullamento. Le operazioni sono distribuite nel tempo senza scadenze rigide, e in alcuni casi vengono affidate a intermediari attraverso mandati biennali. A conferma di un approccio prudente, il buyback del 2024 è stato pari solo allo 0,02% del capitale (21.316 azioni per €40 milioni). Dall'analisi dei dati finanziari, emerge che Hermès ha destinato al riacquisto di azioni

⁴⁵ (Burberry Group plc, 2019)

risorse molto inferiori rispetto ai dividendi e agli investimenti in conto capitale, confermando una strategia conservativa e non speculativa sull'azionariato.

Kering.

Il gruppo francese ha adottato i buyback di recente. Storicamente, Kering non effettuava regolarmente riacquisti fino agli anni più recenti. Un primo programma è stato lanciato nell'agosto 2021, con l'obiettivo di riacquistare fino al 2% del capitale in 24 mesi. Questo programma si è concluso a dicembre 2022 con l'acquisto di circa 2,6 milioni di azioni, pari appunto a circa il 2% del capitale. Di queste, 1,05 milioni di azioni sono state immediatamente cancellate e nel febbraio 2023 il CdA ha proposto di cancellarne altre 650 mila, portando le cancellazioni totali a 1,7 milioni di azioni.⁴⁶ Dopo la conclusione del buyback 2021-22, Kering ha annunciato un nuovo e molto più ampio programma: nell'aprile 2024 l'Assemblea ha autorizzato il riacquisto fino al 10% del capitale sociale entro 18 mesi. Questo equivale a un importo massimo di €8,64 miliardi (prezzo max €700 per azione), corrispondente a circa il 9,33% delle azioni Kering al netto di quelle già detenute in portafoglio. Si tratta dunque di un potenziale buyback molto significativo (oltre il 40% della capitalizzazione di mercato autorizzato, anche se non è detto che venga utilizzato interamente). Tale nuovo programma è stato avviato formalmente nell'aprile 2024, ma al primo trimestre 2025 risultava ancora agli inizi (0% completato), segno che l'azienda potrebbe attuare i riacquisti in modo graduale o opportunistico fino all'ottobre 2025.

LVMH.

LVMH ha intrapreso buyback mirati. Nel 2021 LVMH ha ottenuto dall'Assemblea l'autorizzazione a un programma di acquisto di azioni proprie, e a maggio 2022 ha conferito a un intermediario un mandato per riacquistare azioni fino a €1 miliardo. Questo buyback da €1 miliardo è stato completato il 15 novembre 2022, con l'acquisto di 1.625.050 azioni LVMH (circa lo 0,3% del capitale), successivamente cancellate per ridurre il capitale sociale. Forte dei risultati record e della solida generazione di cassa, LVMH ha poi lanciato un nuovo programma di buyback nel febbraio 2025, anch'esso per un importo fino a €1 miliardo da eseguire entro novembre 2025 (circa 0,4% della *market cap*). Alla data di aprile 2025, tale programma risultava già eseguito per circa il 17,7% del

⁴⁶ (Kering, 2022)

totale (circa €176 milioni spesi, con oltre 0,3% del capitale riacquistato fino a quel momento), segno di un'attuazione piuttosto spedita.⁴⁷

Moncler.

La società italiana specializzata nella produzione di piumini ha utilizzato i buyback in misura limitata e con obiettivi specifici. Nel marzo 2022 Moncler ha avviato un buyback di 1.000.000 di azioni, pari allo 0,4% del capitale, per un controvalore di €56 milioni. Il programma, autorizzato dall'Assemblea 2021, è stato lanciato il 4 marzo 2022 e completato entro il 25 marzo 2022 (quindi in meno di un mese). Moncler ha comunicato ufficialmente il completamento del buyback il 25/03/2022, avendo riacquistato tutte le 1 milione di azioni previste. Questo rappresenta un intervento mirato (0,4% del capitale sociale) e non un programma di ampio respiro pluriennale. In precedenza e successivamente a tale data, Moncler non ha effettuato altri buyback rilevanti (oltre a questo, il gruppo deteneva già qualche milione di azioni proprie per usi societari, arrivando a detenere circa 4,9 milioni di azioni proprie dopo l'operazione).⁴⁸

2.3.1 Motivazioni principali delle politiche di buyback

Le ragioni che hanno spinto queste aziende del lusso a riacquistare azioni proprie negli anni 2015-2025 possono essere riassunte in alcune motivazioni chiave:

1. Ottimizzazione della struttura di capitale ed eccesso di liquidità.

Diverse società hanno utilizzato i buyback per allocare capitale in eccesso in mancanza di investimenti immediati. Ad esempio, Burberry – dopo aver generato robusti flussi di cassa e completato un ciclo di investimenti – ha deciso di restituire liquidità agli azionisti tramite buyback e dividendi. Nel 2019 Burberry ha remunerato gli azionisti “attraverso una combinazione di dividendi (£171M) e buyback (£150M)”, segno che il riacquisto di azioni era parte integrante del *framework* di allocazione del capitale per restituire valore in eccesso. Allo stesso modo, LVMH nel 2022, dopo un rimbalzo post-pandemia e utili record, si è trovata con liquidità significativa e ha varato un buyback da 1 miliardo di euro, principalmente per ridurre il capitale e migliorare il *leverage* finanziario in modo efficiente.

2. Sostegno al prezzo del titolo e fiducia nel proprio valore.

⁴⁷ (LVMH, 2022)

⁴⁸ (Moncler S.p.A., 2022)

I buyback spesso segnalano al mercato che il management ritiene sottovalutato il titolo o che ha fiducia nelle prospettive future. Kering è un esempio: di fronte a un calo in Borsa nel 2022-2023 (dovuto a crescita rallentata di Gucci), nel 2024 il gruppo ha annunciato un massiccio buyback (oltre €8 mld autorizzati) anche per dare un segnale di sostegno al titolo. Riacquistare fino al 9% delle proprie azioni indica che la società è disposta a investire su sé stessa, suggerendo che il prezzo corrente non rispecchi pienamente il valore intrinseco. Analogamente, Burberry annunciando il buyback da £400M nel 2022 lo ha presentato come “segno di fiducia”, ripristinando anche i dividendi pre-Covid. Queste operazioni contribuiscono a sostenere la domanda di azioni sul mercato aperto, con potenziale effetto di stabilizzare o spingere al rialzo il prezzo (beneficio per gli azionisti rimasti).

3. **Remunerazione degli azionisti e aumento dell’EPS.**

Tutte le aziende citate (eccetto quelle che hanno usato le azioni per piani interni) miravano anche a ridurre il numero di azioni in circolazione, incrementando così utili per azione e dividendi per azione in futuro. Burberry e Kering hanno esplicitamente cancellato o pianificato la cancellazione delle azioni riacquistate, rendendo permanente la riduzione del capitale. Questo aumenta meccanicamente gli indicatori per azione e può migliorare il *total shareholder return*. Per gruppi familiari come LVMH o Kering, il buyback può anche consolidare le partecipazioni dei principali azionisti: cancellando azioni proprie, la quota percentuale in mano all’azionista di controllo (Arnault per LVMH, famiglia Pinault per Kering) sale leggermente senza esborso, rafforzandone la presa sulla società.

4. **Neutralizzazione della diluizione da stock option e piani di incentivazione.**

Una motivazione importante, soprattutto per i buyback di minore entità, è fornire azioni per i piani di compensi azionari a dipendenti e manager senza aumentare il flottante. LVMH, ad esempio, ha dichiarato che utilizzerà i proventi delle opzioni esercitate e altri fondi per riacquistare azioni LVMH sul mercato corrispondenti alle azioni assegnate ai piani di bonus, in modo da evitare diluizione. Ciò significa che i buyback servono a compensare le nuove azioni emesse per stock option, mantenendo costante il numero totale di azioni. Moncler e Brunello

Cucinelli incarnano perfettamente questa logica: entrambi hanno effettuato buyback esclusivamente per dotarsi di azioni destinate ai piani di incentivazione azionaria. Moncler ha dichiarato che il suo programma da 1 milione di azioni serviva a *“far fronte agli obblighi derivanti da piani di compensi basati su azioni... a favore di dipendenti o amministratori”*. Analogamente Brunello Cucinelli ha acquistato 123.500 azioni per assegnarle interamente ai manager nel piano di stock grant 2022-24. In questi casi, la finalità non è tanto remunerare gli azionisti sul mercato, ma evitare di emettere nuove azioni quando arriva il momento di consegnarle ai dipendenti, prelevandole invece dal “magazzino” di azioni proprie riacquistate.

5. **Flessibilità per operazioni straordinarie.**

Talvolta le società mantengono azioni proprie in portafoglio come “moneta” per possibili acquisizioni o fusioni, oppure per programmi *equity-linked*. Nel caso delle società moda esaminate, questa motivazione è meno esplicita, ma Kering nel definire gli obiettivi del programma 2024 ha incluso la possibilità di usare azioni proprie come corrispettivo per operazioni di M&A o partnership. Avere azioni proprie acquisite sul mercato da poi destinare a terzi può facilitare fusioni, scissioni o acquisizioni (per esempio consegnando azioni proprie invece di emettere nuove azioni, si evita di diluire gli azionisti). Pertanto, un buyback autorizzato dà flessibilità strategica anche per questo scopo, sebbene tra le aziende citate nessuna abbia (finora) impiegato le azioni riacquistate per acquisizioni rilevanti nel periodo considerato.

In sintesi, le politiche di buyback nel settore del lusso sono state guidate da una combinazione di ottimizzazione finanziaria (uso efficiente della cassa e miglioramento di EPS e ROE), strategia di comunicazione verso il mercato (segnalare fiducia e sostenere il titolo), e gestione del capitale azionario (evitare diluizioni e mantenere flessibilità per usi futuri). Ogni azienda ha privilegiato motivazioni diverse in base alla propria situazione: ad esempio, Burberry principalmente per restituire cassa e aumentare il rendimento per gli azionisti, Kering per segnalare sottovalutazione e ottimizzare la struttura post-vendita di asset (es. cessione Puma nel 2018 e flusso di cassa disponibile), LVMH per neutralizzare piani azionari e leggermente migliorare la struttura finanziaria,

Moncler e Cucinelli per compensare i piani di incentivazione azionaria senza diluire il capitale.

2.3.2 Frequenza dei buyback ed effetti della pandemia

Nel decennio 2015–2025, i buyback nel settore moda non sono stati sistematici annualmente, ma piuttosto episodici o ciclici, spesso legati alle condizioni di mercato e ai risultati aziendali. Possiamo distinguere:

- Programmi episodici legati a eventi straordinari o fasi cicliche: LVMH, Kering, Moncler, Brunello Cucinelli rientrano in questa categoria. Queste aziende non comprano azioni proprie ogni anno, ma hanno lanciato programmi in momenti specifici. LVMH, ad esempio, dal 2015 al 2021 non ha effettuato rilevanti buyback, ma ne ha avviati dopo eventi particolari: uno nel 2022 (dopo l'integrazione di Tiffany e l'uscita dalla pandemia con forte cassa) e uno nel 2025 (dopo un periodo di ulteriore crescita). Kering non aveva mai fatto buyback consistenti prima del 2021; poi ne ha fatto uno nel 2021-22 e sta valutando un altro nel 2024-26, con una pausa nel 2023 in mezzo. Moncler e Cucinelli hanno fatto un singolo buyback mirato ciascuno, legato a un piano di stock grant, e poi non hanno mantenuto un programma continuativo (concluso il bisogno specifico, si sono fermate).
- Programmi ricorrenti o a cadenza regolare: Burberry si avvicina di più a una strategia sistematica, pur non essendo un vero e proprio buyback continuo stile aziende USA. Ha eseguito buyback in diversi anni distinti (2019, 2020, 2022, 2023), integrandoli stabilmente nella propria *Capital Allocation Policy*. Tipicamente Burberry propone ogni anno in assemblea l'autorizzazione fino al 10% delle azioni (prassi comune in UK), e attiva piani di riacquisto quando la situazione finanziaria lo consente. Dopo la pausa forzata del 2020-21 (quando la priorità era conservare cassa per la pandemia), Burberry ha riattivato i buyback nel 2022 tornando ai livelli pre-Covid di remunerazione degli azionisti. In sostanza, pur non acquistando azioni costantemente ogni mese, Burberry ha mostrato un pattern di buyback pluriennali periodici: ciò la distingue da LVMH/Kering, i cui riacquisti sono stati finora più sporadici e opportunistici. Anche Hermès utilizza una strategia analoga, sebbene con una cadenza meno costante. Ad esempio, nel giugno 2022, Hermès ha introdotto un piano di

riacquisto di azioni, delegando un intermediario a comprare fino a 500.000 azioni proprie, in linea con la sesta risoluzione approvata dall'Assemblea Generale del 20 aprile 2022. Questo programma è parte della strategia di allocazione del capitale dell'azienda, che prevede l'impiego di buyback per supportare i programmi di partecipazione azionaria dei dipendenti e, in alcune occasioni, per il riacquisto di azioni. Tuttavia, a differenza di Burberry, Hermès tende a eseguire questi programmi in modo più selettivo e con minore frequenza, indicando una strategia di buyback più cauta e focalizzata.

Un altro aspetto comune è proprio la sospensione durante la pandemia e la successiva ripresa. Nel 2020, con l'avvento del COVID-19, quasi tutte le aziende hanno messo in pausa programmi di ritorno di capitale per preservare liquidità di fronte all'incertezza. Burberry, ad esempio, non effettuò il buyback previsto nel 2020 nonostante lo avesse annunciato, preferendo conservarsi finanziariamente prudente (infatti il programma £150M del 2019 fu completato prima della pandemia, mentre non risultano riacquisti nel FY2020/21). Kering nel 2020 non aveva ancora avviato nulla. Moncler nel 2020 non fece buyback; lo stesso LVMH (concentrata sulla grande acquisizione di Tiffany e sul gestire il calo di ricavi) non lanciò alcun riacquisto nel 2020-21. Nel 2022, con la forte ripresa del settore lusso, si è visto un ritorno deciso ai buyback: Burberry lanciò il massiccio programma da £400M, LVMH e Moncler avviarono i loro programmi, Kering iniziò a comprare proprie azioni per la prima volta. Dunque, post-pandemia c'è stata una riattivazione generale dei buyback, segno della ritrovata fiducia e della volontà di utilizzare le eccedenze di cassa maturate nel frattempo.

Inoltre, occorre distinguere tra buyback *tantum* e programmi con tranches successive. Burberry tende a dichiarare tranche singole (ad esempio “buyback £150M” poi un altro “£400M” l'anno dopo), mentre Kering e LVMH ottengono autorizzazioni multi-anno ampie (10% del capitale) ma poi effettuano acquisti in tranche frazionate: Kering 2% nel 2021-22, ora potenzialmente un altro 2-3% nel 2024 se deciderà di attivare parte dell'autorizzazione; LVMH ha fatto 0,3% nel 2022, un altro 0,3-0,4% nel 2025, ecc. Moncler e Cucinelli invece hanno svolto operazioni one-shot e non hanno rinnovato regolarmente l'autorizzazione a nuovi buyback *dopo* aver soddisfatto il bisogno specifico (anche se potrebbero farlo in futuro se approvassero nuovi piani dipendenti o decidessero di iniziare a restituire cassa).

In conclusione, le politiche di buyback nel settore della moda/lusso tra 2015 e 2025 hanno avuto carattere selettivo e strategico, piuttosto che configurarsi come routine annuale. Solo alcune aziende – in particolare Burberry – hanno integrato i riacquisti come parte ricorrente della remunerazione degli azionisti, utilizzando i buyback per restituire capitale in eccesso e ottimizzare la struttura finanziaria in maniera sistematica. Altre, come LVMH e Kering, pur disponendo di ingenti risorse, hanno scelto di utilizzare i buyback in modo mirato e saltuario, legandoli a contingenze favorevoli (forte cash flow, sottovalutazione del titolo) o a esigenze puntuali (evitare diluizione). Moncler e Brunello Cucinelli rappresentano casi di buyback “tecnici” di piccola entità, finalizzati unicamente a reperire azioni per i piani di incentivazione azionaria: in questi esempi, l’operazione di riacquisto è stata contenuta (meno dello 0,5% del capitale) e direttamente collegata a piani di compensi interni, indicando un approccio molto prudente e circoscritto.

Questi casi aziendali mostrano che le imprese della moda hanno adottato i buyback con intensità diversa: alcune li hanno sfruttati per aumentare il valore azionario e distribuire cassa agli investitori (come Burberry e, in prospettiva, Kering), altre li hanno usati come strumento “difensivo” interno (Moncler, Cucinelli) o come opportunità tattica (LVMH). In generale, quando attuati, i buyback nel lusso sono stati ampiamente completati secondo i piani (spesso al 100% del target) e sono serviti a migliorare la performance per gli azionisti (riducendo il capitale e sostenendo il prezzo delle azioni) oppure a supportare la gestione operativa (evitando la diluizione da piani azionari). Dopo la battuta d’arresto del 2020, la ripartenza di molti di questi programmi nel 2022-2025 testimonia la ripresa di fiducia nel settore e la volontà di tornare a politiche di ottimizzazione del capitale non appena le condizioni lo hanno permesso, confermando il buyback come leva importante, accanto ai dividendi, nelle strategie finanziarie delle aziende moda quotate.

Capitolo 3

Analisi delle strategie finanziarie di Prada

3.1 Profilo dell'azienda

3.1.1 Storia, modello di business e posizionamento competitivo

Prada è stata fondata nel 1913 a Milano da Mario Prada come un negozio di pelletteria di alta classe. Nel 1919 riceve il titolo di Fornitore Ufficiale della Casa Reale Italiana, un onore che ne rafforza il prestigio. La reale trasformazione del brand si verifica negli anni '70 con l'arrivo di Miuccia Prada e la cooperazione con l'imprenditore Patrizio Bertelli, che avvia la strutturazione industriale della società e la sua graduale espansione.

Negli anni '80 e '90, Prada si trasforma da marchio di pelletteria a brand di moda mondiale, introducendo le prime collezioni di abbigliamento e accessori, inaugurando boutique internazionali e sviluppando nuove linee, come Miu Miu. Al contempo, rafforza il suo impegno culturale tramite la Fondazione Prada e amplia la propria presenza con acquisizioni strategiche (inclusi Church's e Car Shoe).

Nel nuovo millennio, l'azienda prosegue il suo cammino di innovazione stilistica e tecnologica, inaugurando gli *Epicenter* Prada in *partnership* con Rem Koolhaas, entrando nel mercato eyewear con Luxottica e facendo il suo debutto in borsa a Hong Kong nel 2011. Dal 2015, si consolida anche la strategia di diversificazione e sostenibilità, attraverso l'acquisizione di Marchesi 1824, l'introduzione di linee beauty e la realizzazione della collezione Prada Re-Nylon.

Negli ultimi anni, Prada ha intrapreso un modo d'azione sempre più focalizzato sulla responsabilità sociale e ambientale, implementando normative etiche e prendendo parte a iniziative come il *Fashion Pact*. Nel 2020, Raf Simons si unisce a Miuccia Prada nella direzione creativa. L'impresa rafforza la sua presenza nei campi dell'innovazione e della tecnologia. Dopo aver annunciato la partnership strategica con Axiom Space, nel 2024 Prada presenta le nuove tute spaziali della NASA destinate alla missione lunare Artemis III.

Il Gruppo Prada è leader nel panorama globale del lusso e precursore di un dialogo non convenzionale con la società contemporanea che attraversa diverse sfere culturali. Alla base del successo dei marchi del Gruppo risiede l'originale modello di business che coniuga le competenze artigianali con l'industrializzazione dei processi produttivi.

Questa integrazione consente al Gruppo di tradurre i suoi concetti innovativi di moda in prodotti commerciali, mantenendo al contempo flessibilità produttiva e un controllo sul know-how, sugli standard qualitativi e di sostenibilità.

Prada basa il suo metodo produttivo su innovazione costante e abilità artigianale, focalizzandosi su materiali di alta qualità, frequentemente personalizzati, e su un attento monitoraggio del processo produttivo. Le strutture industriali, ubicate prevalentemente in Italia, e una rete di produttori scelti, consentono un controllo minuzioso e assicurano prodotti di alta qualità. L'azienda investe nella formazione del personale attraverso la Prada Group Academy, tutelando così l'artigianato e le abilità tradizionali.

La rete distributiva si fonda su 609 store monomarca in località internazionali rinomate, supportati da un robusto canale e-commerce. L'architettura all'avanguardia dei negozi, come gli Epicenters a New York, Los Angeles e Tokyo, dimostra l'interesse di Prada per il design e la cultura. Recentemente, è stato migliorato anche il canale all'ingrosso, selezionando partner di alta qualità.

La comunicazione si basa su un'immagine potente e uniforme dei marchi, che si manifesta attraverso sfilate, campagne pubblicitarie e un coinvolgimento attivo sui social media. In aggiunta, eventi esclusivi e il supporto a Luna Rossa nell'America's Cup aumentano la visibilità del Gruppo, rafforzando la sua reputazione nell'*activewear* e nella tecnologia.⁴⁹

3.2 Strategia di finanziamento e struttura del capitale (evoluzione nel tempo)

3.2.1 Analisi dei principali indicatori finanziari (Debt/Equity, ROE, ROA)

Negli ultimi anni, Prada ha mostrato una tendenza favorevole dal punto di vista economico-finanziario, dimostrando la propria robustezza. Esaminando la distribuzione delle vendite nette per categoria di prodotto nel 2023, risulta evidente che la pelletteria costituisca il fulcro delle attività del gruppo, con una percentuale del 45,6% sul complessivo. Si collocano dopo l'abbigliamento prêt-à-porter (32,2%) e le calzature (18,5%), sottolineando una strategia di diversificazione equilibrata nel portafoglio prodotti.

⁴⁹ (Prada S.p.A., 2025)

Dal punto di vista geografico, nel 2024 il mercato Asia-Pacifico si è posizionato come il principale centro di ricavi (33%), seguito a poca distanza dall'Europa (32%), mentre le Americhe (17%) e il Giappone (14%) svolgono ruoli importanti, sebbene con un'incidenza minore.

Significativa anche l'analisi temporale dei ricavi: dopo una fase di contrazione tra il 2014 e il 2020, culminata in un minimo storico di 2,39 miliardi di euro, Prada ha intrapreso un percorso di crescita continua, raggiungendo nel 2024 un record di 4,85 miliardi di euro. Questo andamento positivo evidenzia la capacità del gruppo di reagire efficacemente alle crisi, come quella pandemica, e di consolidare la propria presenza sui mercati internazionali grazie a una strategia orientata alla qualità del prodotto e all'espansione globale.

La figura seguente, tratta da Statista, illustra visivamente l'andamento delle vendite nette a livello mondiale tra il 2013 e il 2024. Si nota come, dopo una fase discendente, a partire dal 2021 l'azienda abbia registrato una ripresa significativa, con un incremento rilevante sia dell'EBITDA sia dell'utile netto. Parallelamente, è aumentato anche il numero dei dipendenti, a conferma della crescita strutturale e della solidità dell'organizzazione.

La figura in basso riassume l'andamento dei ricavi dal 2013 al 2024

Revenue of Prada from 2013 to 2024 (in million euros)

Revenue Prada 2013-2024

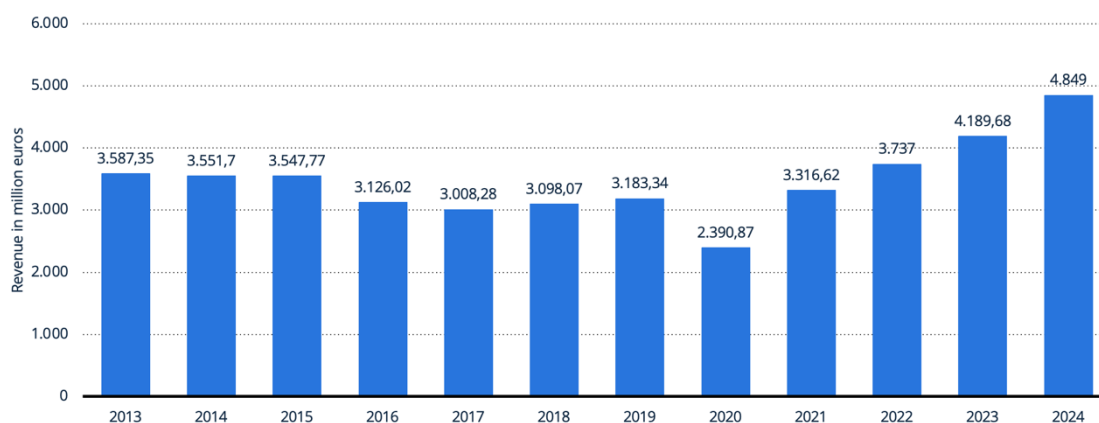


Figura 21: ricavi Prada S.p.A dal 2013 al 2024 (in milioni di euro). Fonte: Statista

Per quanto riguarda i principali indicatori economico contabili, si riportano i più rilevanti (ROE, ROA, debt/equity).

L'analisi simultanea degli indicatori di redditività (ROE e ROA), della leva finanziaria (rapporto Debito/Equity) e della performance economico-finanziaria di Prada nel lasso

temporale 2017–2023 mette in luce un evidente processo di consolidamento dell'equilibrio aziendale. Dopo una fase di declino culminata nel 2020 con una perdita netta di 54 milioni di euro e senza distribuzione di dividendi, l'azienda ha avviato un percorso di ristrutturazione che ha portato risultati tangibili già dal 2021.

Nel 2020, anche se il risultato netto è negativo, il ROE (22,3%) e il ROA (20,9%) si collocano su livelli insolitamente elevati: questo è attribuibile in parte alla riduzione del patrimonio netto e dell'attivo, che amplifica i ritorni relativi su valori più bassi. A partire dal 2021, il rientro in utile (294 milioni di euro) è associato a valori non disponibili per questi parametri, ma già nel 2023 si osserva un ROE del 19,9% e un ROA del 17,9%, a testimonianza di una redditività solida e strutturale, sostenuta da ricavi in forte espansione (superiori a 4,1 miliardi di euro nel 2023, fino a 4,85 miliardi nel 2024).

Parallelamente, il rapporto Debt/Equity scende da 0,45 nel 2017 a 0,27 nel 2023, indicando una diminuzione dell'indebitamento relativo e una solidità patrimoniale maggiore. Questo incremento dell'equity è stato supportato da una politica di distribuzione sempre più generosa: il dividendo per azione è salito da 0,07 euro nel 2021 a 0,164 euro nel 2024, mantenendo un payout ratio vicino o superiore al 50%.

L'interazione tra alti ritorni (ROE e ROA), leva limitata e aumento della redditività netta indica un modello imprenditoriale valido, in cui la profittabilità è supportata da un mix bilanciato di autofinanziamento, gestione del debito e ritorno per gli azionisti. Questo equilibrio ha influenzato positivamente il mercato azionario, con un notevole rimbalzo del titolo Prada dopo il 2020.

La seguente tabella riassume i valori dei suddetti indicatori

Anno	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROE (%)	23,98	15,50	11,38	37,00	12,35	-0,83	14,37	22,30	19,94
ROA (%)	15,82	10,34	7,01	5,54	5,00	-0,14	10,71	20,92	17,91
Debito/Equity	0,22	0,37	0,46	0,37	0,45	0,45	0,45	0,31	0,27

Figura 22: tabella riassuntiva ROE, ROA, Debito/Equity di Prada S.p.A. nel periodo da 2015 a 2023. Fonte: Aida

3.2.2 Operazioni straordinarie: l'acquisizione di Versace

Giovedì 10 aprile 2025, Prada ha annunciato di aver stipulato un accordo definitivo per l'acquisizione del 100% di Versace da Capri Holdings. Il corrispettivo in contanti sarà

basato su un *enterprise value*⁵⁰ di 1,25 miliardi di euro ed è soggetto ad aggiustamenti al *closing*. Prada ha sottoscritto un nuovo finanziamento da 1,5 miliardi di euro, composto da 1 miliardo di prestito a termine e 500 milioni *bridge facility*. In considerazione della liquidità disponibile e delle linee di credito inutilizzate, il Gruppo Prada mantiene una struttura finanziaria solida e flessibile. L'operazione è stata approvata dai Consigli di Amministrazione e il completamento dell'operazione è atteso entro la seconda metà del 2025, dopo aver ottenuto le necessarie approvazioni normative. Nonostante l'investimento economico, Prada conserva una posizione stabile grazie all'ottima liquidità e alle linee di credito a disposizione.

L'intento strategico del gruppo è costituire un nuovo polo del lusso italiano capace di confrontarsi con grandi nomi come LVMH e Kering. Come nel settore bancario, la fase di consolidamento che sta avvenendo interessa anche il mondo della moda chiamata a competere in un contesto di mercato nel quale la sfida si giocherà sì sull'eccellenza dei prodotti ma dovrà anche accompagnarsi a dimensioni aziendali più grandi e capaci di giocare su nuove leve di competitività.

In un contesto di mercato sempre più globale e competitivo, la grandezza dell'impresa e la sua abilità di innovare diventano elementi fondamentali per rimanere ai vertici. L'operazione segna anche un cambiamento di rotta rispetto al passato, quando numerosi brand italiani erano stati comprati da aziende estere, l'ultima operazione in ordine di tempo è avvenuta lo scorso ottobre con il rafforzamento di LVMH nel capitale di Moncler come primo azionista. In questa situazione, si combinano due simboli del lusso italiano, consolidando la posizione dell'Italia nel mercato.⁵¹

Da un punto di vista finanziario e strategico, l'acquisizione appare in linea con l'attuale contesto di Prada, che negli anni recenti ha fortificato la propria redditività e la posizione di liquidità, grazie al forte slancio del marchio. Integrare un marchio come Versace, riconosciuto per il suo stile audace e opulento, potrebbe supportare Prada nel bilanciare le fluttuazioni cicliche del mercato della moda, accanto alla sua identità più sobria e minimalista. In aggiunta, Prada offre una competenza manageriale nel campo del lusso che a Capri Holdings è stata assente recentemente, specialmente considerando una performance finanziaria più fragile.

⁵⁰ Enterprise Value fissato in USD e convertito in EUR a un tasso di cambio di 1,098 al 10 aprile 2025

⁵¹ (Elisei, 2025)

Versace avrà bisogno di investimenti per rilanciare il marchio, il che rappresenterà un freno alla redditività di Prada nel breve termine.

A questo proposito, la banca di investimento Equita all'indomani dell'ufficializzazione ribadisce che *il rilancio di Versace sia un processo lungo e impegnativo, che diluisce marginalmente l'equity story di crescita visibile e costante dei due marchi principali, Prada e Miu Miu*. In attesa di maggiori indicazioni da parte della società sul piano di rilancio, gli esperti dell'istituto prevedono un impatto negativo *mid-single digit* sugli utili 2026-27 e hanno tagliato di conseguenza il *target price* da 77 a 73,5 dollari di Hong Kong per azione. Intanto il titolo Prada ha terminato la prima seduta in borsa dopo l'annuncio in rialzo del 2,4% a 49 dollari di Hong Kong (circa 5,77 euro).

Secondo gli analisti Mediobanca, *la valutazione indica un prezzo relativamente ragionevole per Versace rispetto alla media del settore e alla stessa Prada, la quale ha chiuso il 2024 con un bilancio sano e 600 milioni di euro di liquidità netta, il che suggerisce che le opportunità esterne potrebbero essere prese in considerazione senza esercitare pressioni finanziarie nel breve termine*.⁵²

3.3 Analisi delle politiche di remunerazione degli azionisti e impatti sulle performance

3.3.1 Evoluzione delle politiche di dividendi

Di seguito è riportata un'analisi anno per anno del dividendo per azione distribuito da Prada, insieme al totale dei dividendi pagati agli azionisti e al payout ratio. La Tabella sottostante sintetizza i dati principali dal 2014 al 2024, evidenziando le variazioni significative in questo intervallo decennale.

Anno finanziario	2014	2015	2016	2017(*)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utile netto del gruppo	453.985	331.142	260.231	248.925	205.443	255.788	(54.139)	294.253	465.192	671.026	838.907
Dividend per Share in Euro	0,11	0,11	0,12	0,075	0,06	- (***)	0,035 (**)	0,07	0,11	0,14	0,164
Dividendi totali pagati	281.471	281.471	307.059	191.912	153.529	-	89.559	179.118	281.471	350.559	419.647
Payout ratio	62%	85%	110%	77%	75%	0%	n.d. (perdita)	61%	61%	52%	50%

⁵² (Camurati, Titolo Prada solido dopo l'acquisizione di Versace. Gli analisti: «Si riaccende l'M&A nel lusso», 2025)

Figura 23: riassunto utile netto, DPS, dividendi totali pagati e payout ratio di Prada (2014-2024, in euro). Fonte: <https://www.pradagroup.com/it/investors/investor-relations/shareholder-info.html>

(*) Nota: il 2017 è un esercizio di transizione di 11 mesi (febbraio-dicembre 2017) a seguito del cambio di data di chiusura del bilancio.

(**) Dividendo straordinario distribuito nel 2021 nonostante l'assenza di utile 2020, prelevato dalle riserve.

(***) Nessun dividendo distribuito: la proposta di €0,02 per azione per il 2019 è stata ritirata a causa della pandemia.

Dalla tabella emergono chiaramente diverse fasi. Dal 2013 al 2016 Prada ha mantenuto un *dividendo per azione* costante di €0,11 (innalzato a €0,12 nel 2016), nonostante il progressivo calo degli utili in quegli anni. In valori assoluti, ciò si è tradotto in circa €281-307 milioni distribuiti ogni anno agli azionisti in quel periodo. Nel 2017 si registra una prima riduzione significativa: il dividendo scende a €0,075 per azione (circa €192 milioni totali). Nel 2018 viene ulteriormente ridotto a €0,06 per azione (€154 milioni totali). Per l'esercizio 2019 il Consiglio di Amministrazione inizialmente propose un dividendo simbolico di €0,02 per azione, ma tale proposta fu ritirata prima dell'Assemblea a seguito dell'emergenza COVID-19, determinando nessuna distribuzione di dividendi nel 2020. Nel 2020 (bilancio colpito interamente dalla pandemia) Prada ha comunque deciso di erogare un piccolo dividendo di €0,035 per azione (circa €89,6 milioni) attingendo alle riserve, malgrado l'assenza di utile distribuibile. Dal 2021 in poi, con il ritorno a utili positivi, i dividendi sono stati ripristinati e in rapida crescita: €0,07 per azione per l'esercizio 2021 (circa €179 milioni), saliti a €0,11 per il 2022 (€281,5 milioni), fino a €0,14 per azione sul 2023 (pari a €350,6 milioni). Per il 2024 il dividendo finale proposto e approvato è ulteriormente aumentato a €0,164 per azione, a conferma della fase di forte crescita attuale.

A supporto di questa crescita, Prada ha avviato un percorso di consolidamento industriale, con importanti mosse strategiche come l'acquisizione del marchio Versace, che rafforza il posizionamento del gruppo nel lusso italiano e globale. L'operazione rappresenta non solo un ampliamento del portafoglio marchi, ma anche un'opportunità di sinergie operative e commerciali, potenziando la competitività in mercati chiave come Stati Uniti e Asia. In sintesi, la combinazione tra il rafforzamento della remunerazione agli azionisti,

il recupero del titolo in Borsa e le mosse espansive sul fronte M&A dimostra la capacità di Prada di generare valore sostenibile e rafforzare il proprio ruolo di riferimento nel panorama internazionale del *fashion luxury*.

Esaminando il *payout ratio* (quota di utile netto distribuita come dividendo) e confrontandolo con l'andamento degli utili di Prada, si evidenzia come la politica di dividendo sia stata aggiustata in funzione della redditività aziendale. Nella fase 2014-2016, nonostante la diminuzione dell'utile netto di gruppo da circa €637 milioni (2013) a €284 milioni (2016), Prada mantenne un dividendo costante di €0,11-0,12 per azione. Ciò comportò un payout ratio crescente: attorno al 62% nel 2014, salito a 85% nel 2015 e addirittura oltre il 100% (110%) nel 2016. In altre parole, nel 2016 Prada distribuì dividendi (circa €307 milioni) superiori all'utile netto di esercizio (circa €284 milioni) – segnale di una politica orientata a sostenere il ritorno per gli azionisti anche a costo di intaccare le riserve. Questa situazione non era sostenibile nel lungo termine e infatti portò a un cambio di approccio l'anno successivo.

Con l'esercizio 2017, Prada ha iniziato a riallineare i dividendi alla capacità di generazione di utili. A fronte di un utile netto (pro forma) di circa €249 milioni nel 2017, il dividendo complessivo fu ridotto a €191,9 milioni, corrispondente a un payout del 77%. Nel 2018 il payout si mantenne elevato (circa 75%), in linea con un utile di €208 milioni e dividendi per €154 milioni. Questi *payout ratio*, sebbene più sostenibili rispetto al 2016, erano comunque superiori alla politica iniziale post-IPO (negli anni 2011-2013 Prada distribuiva solo il 30-45% degli utili).

La svolta radicale avviene nel 2019-2020, in concomitanza con la crisi pandemica. L'esercizio 2019 aveva visto un miglioramento degli utili a circa €256 milioni, ma l'azienda scelse comunque di azzerare il payout in via prudenziale: come accennato, il dividendo proposto di 2 cent fu cancellato e l'intero utile 2019 venne accantonato a riserva. Questa decisione fu motivata direttamente dall'insorgere del COVID-19: *“a causa della crisi finanziaria globale innescata dalla pandemia... il Consiglio ha deciso di destinare l'intero utile 2019 a riserve, rinunciando alla distribuzione del dividendo”*. Nel 2020 Prada ha subito una perdita netta (circa -€54 milioni), la prima dalla quotazione, riflesso delle chiusure forzate dei negozi e del calo delle vendite durante i lockdown mondiali. In tale contesto, il payout ratio non è significativo (segnalato come

n.d. in tabella), poiché il piccolo dividendo di €89,6 milioni pagato nel 2021 fu erogato attingendo alle riserve straordinarie e non agli utili di periodo.

Dal 2021 in avanti, con il ritorno all'utile, Prada ha adottato una politica di dividendi più conservativa e legata ai risultati: il *payout ratio* si è assestato intorno al 60% degli utili. Nel 2021, a fronte di ~€294 milioni di profitto netto, furono distribuiti €179 milioni in dividendi (61%). Un rapporto analogo (circa 60%) è stato mantenuto nel 2022, anno in cui l'utile netto è balzato a circa €465 milioni e i dividendi sono tornati ai livelli assoluti pre-crisi (€281,5 milioni). Questo indica che Prada, uscita dalla crisi, sta remunerando gli azionisti in misura proporzionata alla redditività, evitando sia distribuzioni eccessive (come avvenuto nel 2016) sia accumuli di cassa inutilizzati. Il payout del 2023 risulta intorno al 52%— leggermente inferiore — segno che l'azienda può aver scelto di trattenere una quota maggiore di utili per reinvestimenti o per rafforzare il capitale, considerato anche l'aumento significativo dell'utile registrato (stimato oltre €650 milioni). Complessivamente, dunque, esiste un forte collegamento tra utile netto e dividendi: Prada ha mostrato volontà di premiare gli azionisti in tempi di utili crescenti, ma ha dovuto adattare la propria politica (fino a sospendere i dividendi) nei periodi di crisi per garantire la sostenibilità finanziaria di lungo termine.

Alla luce dei dati sopra discussi, si possono identificare alcuni cambiamenti chiave nella politica di distribuzione dei dividendi di Prada tra il 2014 e il 2024:

- **Mantenimento vs. sostenibilità (2014-2016):** Inizialmente Prada ha privilegiato la stabilità del dividendo per azione, mantenendo €0,11 nonostante la contrazione degli utili. Questa scelta implicava un payout crescente e, nel 2016, non sostenibile (dividendi > utili). Ciò suggerisce che, in questa fase, la priorità del management fosse offrire un flusso di cassa stabile agli azionisti e forse segnalare fiducia in una ripresa a breve termine, anche a costo di ridurre le riserve accumulate negli anni di forte crescita precedenti.
- **Riallineamento prudentiale (2017-2018):** Di fronte al protrarsi del calo degli utili (dovuto a vendite in flessione soprattutto in Asia e a investimenti in corso per il rilancio del marchio), nel 2017 Prada ha rivisto la propria politica, riducendo il dividendo per riportare il payout su livelli più prudenti. La società in pratica ha riconosciuto la necessità di preservare cassa per finanziare la ristrutturazione e la crescita futura, anziché distribuire la maggior parte degli utili. Nel 2018 questa

linea prudentiale è proseguita con un ulteriore taglio del dividendo. Possiamo quindi ritenere che vi sia stato un cambiamento da una politica implicita di “dividendo stabile” a una più sensibile all’andamento dell’utile e ai fabbisogni interni.

- **Sospensione straordinaria (2019-2020):** L’evento eccezionale della pandemia ha portato a un cambiamento drastico e immediato: Prada ha sospeso la distribuzione dei dividendi per preservare liquidità. La decisione di aprile 2020 di ritirare il dividendo 2019 già proposto fu motivata esplicitamente dalla volontà di dotare il gruppo delle risorse necessarie ad affrontare l’incertezza e il calo di attività dovuti al COVID-19. In parallelo, l’azienda ha adottato misure di contenimento costi e rinviato spese non essenziali, concentrandosi sulla tenuta finanziaria. Questa sospensione temporanea dei dividendi rappresenta un cambiamento netto rispetto alla tradizione della società, ma in linea con le scelte di molte altre aziende nel 2020.
- **Ripresa e nuova politica (2021-2024):** Con il ritorno alla crescita, Prada ha reintrodotto i dividendi nel 2021, ma in modo calibrato: anziché ritornare subito ai livelli pre-crisi, ha seguito un approccio graduale (0,07€ nel 2021, poi 0,11€ nel 2022, 0,14€ nel 2023) accompagnando l’aumento degli utili. Questa fase suggerisce l’adozione di una politica di payout mirata intorno al 50-60% degli utili, più conservativa rispetto al passato, ma comunque remunerativa per gli investitori e sostenibile per la società. Inoltre, Prada sembra orientata ad aumentare progressivamente il dividendo per azione man mano che gli utili crescono, riflettendo una fiducia nella solidità della ripresa. L’annuncio di un dividendo di €0,164 per l’esercizio 2024 – il più alto mai pagato dalla società – conferma questa traiettoria di crescita moderata e indica una probabile volontà di tornare a payout inferiori al 60% (se l’utile 2024 risulterà in ulteriore aumento).

In sintesi, la politica di Prada è passata attraverso fasi di continuità, correzione e cautela. Negli anni più difficili il *focus* è stato sulla conservazione del capitale e sul supporto alla strategia aziendale (investimenti, espansione retail, trasformazione digitale), mentre nei periodi di slancio Prada ha mostrato di voler condividere i risultati con gli azionisti in misura consistente ma equilibrata. Tali cambiamenti denotano una governance finanziaria flessibile, capace di adattarsi alle condizioni interne ed esterne, pur mantenendo nel lungo

termine l'obiettivo di creare valore per gli azionisti (come evidenziato dal ritorno al dividendo in crescita negli ultimi esercizi).

3.3.2 Evoluzione delle politiche di buyback

Negli ultimi dieci anni Prada S.p.A. ha mantenuto un approccio estremamente prudente riguardo ai buyback azionari, di fatto non effettuando alcun programma significativo di riacquisto di azioni proprie nel periodo. Le motivazioni strategiche dichiarate dalla società si sono orientate piuttosto verso la creazione di valore per gli azionisti tramite dividendi e il reinvestimento degli utili nella crescita, preservando una solida struttura patrimoniale. La compagine azionaria vede la famiglia fondatrice controllare circa l'80% del capitale, il che ha portato il gruppo a privilegiare una gestione finanziaria conservativa e un flottante stabile, invece di operazioni di buyback che avrebbero ulteriormente ridotto le azioni in circolazione. Frequenza e quantità dei buyback risultano praticamente nulle: a fine 2024 la società non deteneva azioni proprie in portafoglio e l'indicatore di riacquisto su dieci anni risulta pari a zero.

Anche i dati Bloomberg sulle operazioni di buyback di Prada S.p.A. (ticker 1913 HK) mostrano l'assenza di riacquisti di azioni proprie negli ultimi anni, evidenziando come il capitale sia stato impiegato altrove (ad es. dividendi, investimenti) e finanziato principalmente tramite risorse interne e debito.

Di conseguenza, l'andamento del titolo Prada in Borsa è dipeso essenzialmente dai fondamentali e dal contesto di mercato, senza i tipici effetti transitori che importanti programmi di buyback possono avere sul prezzo azionario (nel breve termine spesso un sostegno o rialzo, e nel lungo termine una maggiore concentrazione dell'utile per azione). Eventuali cambiamenti di politica in contesti differenti hanno confermato l'impostazione cauta del management: durante la crisi pandemica del 2020, Prada ha persino sospeso la distribuzione di dividendi per conservare liquidità e rafforzare la propria posizione finanziaria (coerentemente non introducendo alcun buyback); nelle fasi espansive più recenti del lusso, l'azienda ha preferito impiegare le risorse extra in operazioni strategiche di crescita esterna *in primis* un'importante acquisizione (l'accordo per l'acquisto di Versace per 1,38 miliardi di dollari annunciato nel 2024), anziché in

riacquisti azionari, ribadendo così una politica di allocazione del capitale focalizzata sullo sviluppo di lungo periodo più che sul rendimento immediato per azionista.⁵³

3.3.3 Impatto delle politiche di remunerazione sul valore dell'azienda e sulle performance finanziarie

Il paragrafo seguente intende analizzare l'impatto delle politiche di remunerazione descritte in precedenza sulle performance finanziarie.

L'evoluzione del prezzo delle azioni Prada tra il 2014 e il 2024 rispecchia in buona parte le vicende sopra descritte, evidenziando come il mercato abbia reagito sia ai risultati finanziari sia alle scelte sui dividendi.

L'immagine seguente mostra l'andamento del prezzo del titolo Prada S.p.A. negli ultimi 10 anni

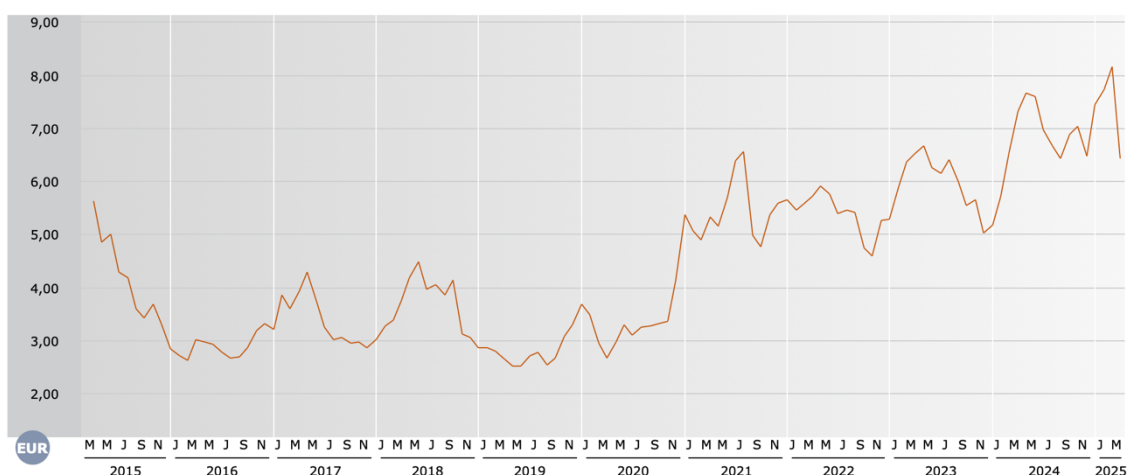


Figura 24: andamento del prezzo del titolo Prada S.p.A. dal 2015 al 2025 (in euro).

Fonte: Aida

Dal 2014 al 2016 il titolo Prada ha registrato una marcata flessione: dopo la quotazione nel 2011 e un picco intorno al 2013-2014, il prezzo dell'azione (quotata a Hong Kong, ma qui indicata in euro) è sceso da oltre €5 nel 2014 a circa €2 nel 2016. Questa contrazione rifletteva la diminuzione degli utili e delle vendite in quegli anni (particolarmente a causa del rallentamento del mercato cinese e del cambio sfavorevole euro/dollaro), nonostante la società avesse mantenuto un dividendo invariato. In altri termini, il mercato ha scontato i fondamentali deboli, ignorando il dividendo ancora generoso: infatti, malgrado un *dividend yield* elevato (oltre il 4-5% ai corsi azionari più

⁵³ (Prada S.p.A., 2025)

bassi), gli investitori hanno punito il titolo per la flessione dei margini e delle prospettive di crescita. Questo suggerisce che, in quella fase, le aspettative di crescita contavano più della cedola: il mantenimento di €0,11 di dividendo non fu sufficiente a sostenere le quotazioni, visto il calo del 40-50% del titolo dal 2014 al 2016.

Nel biennio 2017-2018 il prezzo azionario di Prada si è stabilizzato in una fascia più bassa, oscillando tra €2 e €4. In questo periodo, la riduzione dei dividendi operata dal management (0,075€ e poi 0,06€) fu probabilmente già incorporata nelle aspettative del mercato, data la nota contrazione degli utili. Il titolo mostrò timidi segnali di recupero verso fine 2018-inizio 2019, in concomitanza con i primi risultati del piano di rilancio (rinnovamento del design, maggiore enfasi sul digitale e sul mercato USA). Tuttavia, lo scoppio della pandemia fece nuovamente crollare il titolo: nel marzo 2020 Prada toccò minimi storici (in termini di HKD fu circa la metà del valore di inizio anno). La sospensione del dividendo annunciata in aprile 2020 confermò la gravità della situazione ma, paradossalmente, il titolo aveva già iniziato a risalire prima ancora che i dividendi venissero ripristinati. Infatti, nel secondo semestre 2020 e poi nel 2021 le azioni Prada hanno messo a segno un forte *rally*, passando dai minimi equivalenti a ~€3 fino a superare €6-7 nel 2021. Questo rimbalzo è attribuibile principalmente al miglioramento delle prospettive operative: la Cina era tornata a trainare le vendite e Prada stava beneficiando di un rinnovato interesse per il brand, anche grazie alle collezioni disegnate da Miuccia Prada con Raf Simons (quest'ultimo entrato come co-direttore creativo nel 2020) e al boom dell'e-commerce durante la pandemia. In questa fase, gli investitori hanno anticipato la robusta ripresa degli utili (che poi si è concretizzata nel 2021 con un ritorno all'utile netto di €294 milioni) e hanno spinto il titolo al rialzo, ben prima che i dividendi tornassero significativi. Ciò conferma che, per i mercati azionari, la crescita attesa degli utili e dei flussi di cassa futuri è il driver primario: il dividendo è apprezzato, ma viene dopo la solidità del business sottostante.

A partire dal 2022, con utili record e dividendi in forte aumento, il titolo Prada ha continuato a salire, raggiungendo nuovi massimi pluriennali. Nel 2023 l'azione oscillava tra €5 e €8, con un *trend* generale positivo. L'aumento del dividendo a 0,11€ nel 2022 e 0,14€ nel 2023 ha contribuito a rendere il titolo interessante anche per gli investitori orientati al rendimento, offrendo *yield* intorno al 2-3%. Tuttavia, parte della crescita in borsa è dovuta anche a fattori speculativi e strategici: ad esempio, nel 2023 si è discusso

di un possibile dual listing di Prada a Milano, evento che ha alimentato ulteriore interesse sul titolo; inoltre, la performance superiore alle attese in mercati chiave (USA e Asia) ha portato diversi analisti a raccomandare il titolo, rafforzando il momento positivo. In definitiva, esiste una relazione indiretta tra dividendi e prezzo del titolo: quando Prada ha tagliato i dividendi (2017-2020), ciò è avvenuto in un contesto già negativo per il titolo a causa dei risultati deludenti; al contrario, nel recente periodo di ripresa, i dividendi in crescita hanno accompagnato (e probabilmente rafforzato) la fiducia del mercato in Prada, ma la spinta principale alle quotazioni è venuta dalla ritrovata crescita del fatturato e degli utili. Possiamo quindi affermare che i dividendi di Prada hanno un ruolo di *segnale*: il loro aumento negli ultimi anni ha confermato la solidità della ripresa post-pandemica, contribuendo a mantenere elevato l'interesse degli investitori sul titolo, mentre la loro sospensione nel 2020 ha evidenziato la situazione critica ma era già in gran parte prezzata dal mercato in quel momento.

Conclusioni

L'analisi condotta nel presente elaborato ha evidenziato come le politiche di remunerazione degli azionisti rappresentino un elemento centrale nella definizione delle strategie finanziarie delle imprese, in particolare in settori ad alta visibilità come quello della moda di lusso. Attraverso una duplice prospettiva teorica e applicata, la tesi ha indagato il ruolo e le implicazioni di dividendi e buyback, con l'obiettivo di comprendere come le aziende bilancino le esigenze di ritorno per gli investitori con la sostenibilità e la crescita a lungo termine.

Dal punto di vista teorico, è emerso che le scelte di payout non possono essere considerate neutrali, come ipotizzato da Modigliani e Miller, ma sono influenzate da numerosi fattori, tra cui la fase del ciclo di vita aziendale, la struttura proprietaria, la volatilità degli utili, la regolamentazione fiscale e, sempre più frequentemente, i criteri ESG. I dividendi continuano a rappresentare uno strumento di comunicazione al mercato, soprattutto in contesti di elevata trasparenza e monitoraggio, mentre i buyback si sono affermati come strumento flessibile, utile a gestire la liquidità in eccesso e a segnalare fiducia nel valore intrinseco dell'impresa.

L'analisi comparativa delle principali aziende del settore moda e lusso ha confermato la rilevanza crescente delle strategie di remunerazione come parte integrante della governance finanziaria. Gruppi come LVMH, Hermès, Kering e Moncler adottano politiche differenti, coerenti con la propria struttura aziendale e con il posizionamento strategico. Le aziende familiari tendono a privilegiare stabilità e continuità nei dividendi, mentre i grandi gruppi internazionali mostrano una maggiore propensione a combinare strumenti tradizionali e innovativi. Inoltre, l'integrazione dei criteri ESG appare ormai consolidata, con effetti rilevanti anche sulle scelte di distribuzione degli utili: le imprese più sostenibili tendono a generare maggiore liquidità, ma mostrano talvolta tassi di crescita dei dividendi più contenuti, a causa dei costi legati agli investimenti responsabili. Il caso studio di Prada ha fornito un esempio concreto dell'evoluzione delle politiche di payout in un'impresa italiana del lusso. Nel corso degli anni, l'azienda ha mantenuto un equilibrio tra distribuzione di dividendi e mantenimento della solidità patrimoniale, con una recente apertura verso strategie più flessibili e integrate, coerenti con le dinamiche settoriali e con le aspettative del mercato. Il confronto con i principali competitor ha

mostrato un graduale allineamento alle best practice internazionali, pur mantenendo alcune caratteristiche distintive legate alla governance e alla tradizione aziendale.

Le implicazioni emerse da questa analisi sono molteplici. In primo luogo, le politiche di remunerazione non devono essere interpretate come meri strumenti distributivi, ma come leve strategiche che riflettono le priorità dell'impresa e le sue prospettive future. In secondo luogo, la crescente attenzione verso la sostenibilità richiede che tali politiche siano valutate anche alla luce dell'impatto ambientale, sociale e reputazionale delle scelte aziendali. Infine, in un settore come quello della moda di lusso, dove coesistono esigenze artistiche, creative e finanziarie, il bilanciamento tra valore per l'azionista e identità del *brand* diventa una sfida strategica fondamentale.

Lo studio presenta tuttavia alcuni limiti. In primo luogo, l'andamento delle politiche di dividendo e buyback negli ultimi anni è stato fortemente condizionato dagli effetti della pandemia da Covid-19, che ha interrotto il normale ciclo economico e introdotto elementi di incertezza difficilmente comparabili con contesti storici stabili. Questo ha reso più complessa l'identificazione di tendenze lineari o strutturali. In secondo luogo, molti dei dati utilizzati per l'analisi comparativa sono forniti in forma aggregata a livello di gruppo, in particolare per realtà come LVMH e Kering. Ciò ha limitato la possibilità di isolare con precisione i comportamenti finanziari delle singole aziende controllate, riducendo la specificità dell'analisi.

In conclusione, la tesi conferma che una gestione consapevole e coerente delle politiche di dividendo e buyback può contribuire non solo a rafforzare il rapporto con gli investitori, ma anche a consolidare il posizionamento competitivo dell'impresa nel lungo periodo, integrando rendimento, stabilità e sostenibilità.

Bibliografia

- Ammar Zahid, R. M., Taran, A., Khan, M. K., & Chersan, I.-C. (2023). ESG, dividend policy and the moderating role of audit quality: Empirical evidence from Western Europe. *Borsa Istanbul Review*, 350-367.
- Bain & Company. (2024). *The Luxury Goods Worldwide Market Study 2024*. Bain & Company e Altagamma.
- Benkraiem, R., Berrich, O., Lakhal, N., Nizar, H., & Lakhal, F. (2025). Balancing ecology and finance: The impact of carbon performance on dividend payout policy. *Research in International Business and Finance*, 1-13.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 483-527.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., Edmans, A., & Sandri, S. (2024). *Principi di finanza aziendale*. Milano: McGraw Hill.
- Burberry Group plc. (2019, Maggio 16). *investigate.co.uk*. Tratto da <https://www.investigate.co.uk/announcement/rns/burberry-group--brby/preliminary-results/5538748#:~:text=-%C2%A0%C2%A0%C2%A0%C2%A0%20Increasing%20cumulative%20cost%20saving,to%20£135m%20in%20FY%202022>
- Camurati, F. (2025, Maggio 8). Dividendi di lusso. Da Hermès a Lvmh, ecco a quanto ammontano nel settore. *MF Fashion*, p. 21.
- Camurati, F. (2025, Aprile 11). Titolo Prada solido dopo l'acquisizione di Versace. Gli analisti: «Si riaccende l'M&A nel lusso». *MF Fashion*.
- Camurati, F. (2025, Gennaio). Un direttore creativo può influenzare l'andamento di un titolo luxury? Rispondono gli analisti. *MF Fashion*, p. 1.
- Casadei, M. (2024, Dicembre 31). La moda nel 2025: prezzi, mercati e nuovi creativi tra le sfide per il settore. *il Sole24Ore*.
- Chen, A., & Obizhaeva, O. A. (2022). *Stock buyback motivations and consequences: a literature review*. Charlottesville: CFA Institute Research Foundation.
- Dalocchio, M., Tzivelis, D., & Vinzia, M. A. (2011). *Finanza per la crescita sostenibile: Scelte di struttura finanziaria e politica dei dividendi*. Milano: Egea.

- Damodaran, A. (2025). Data Update 9 for 2025: Dividends and Buybacks - Inertia and Me-tooism! *Linkedin*.
- De Angelo, H., De Angelo, L., & Skinner, D. J. (2008). Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, 95-287.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., & Khurshed, A. (2011). Stock repurchases and treasury share sales: Do they stabilize price and enhance liquidity? *Journal of Corporate Finance*, 1558-1579.
- Delfino, G., & Pippo, F. (2017). *Moda e lusso in ascesa: Dinamiche competitive e strategie finanziarie*. Milano: EGEA.
- Elisei, I. (2025, Marzo 3). Prada verso l'acquisto di Versace: accordo da 1,5 miliardi tra colossi della moda. *SkyTg24*.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1999). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 355-384.
- Kering. (2022, Dicembre 19). *kering.com*. Tratto da <https://www.kering.com/en/news/completion-of-the-stock-repurchase-program/>
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. H. (1999). *Dividend Policy: its impact on firm value*. Boston: Harvard Business School Press.
- Lee, I., Park, Y. J., & Pearson, N. D. (2020). Repurchases after being well known as good news. *Journal of Corporate Finance*, 1-29.
- LVMH. (2022, Novembre 15). *lvmh.com*. Tratto da <https://www.lvmh.com/en/publications/lvmh-share-buyback-program-november-2022>
- Mazzei, R. (2013). *Azioni proprie e distribuzione del valore*. Simplicissimus Book Farm.
- McKinsey & Company. (2025). *The state of Fashion 2025*. The Business of Fashion (BoF) e McKinsey & Company.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 411-433.
- Moncler S.p.A. (2022, Marzo 25). *Moncler Group*. Tratto da https://www.monclergroup.com/wp-content/uploads/2022/03/Moncler_Press-azioni-proprie-ENG-Stato-implementazione-Update-

3.pdf#:~:text=Further%20to%20the%20buy,March%20and%2018%20March%202022

Mullin, N. (2024, Aprile 24). *Janus Henderson Group plc*. Tratto da Sito Web Società Janus Henderson Investors: <https://www.janushenderson.com/corporate/press-releases/global-share-buybacks-fell-by-one-seventh-in-2023-while-dividends-rose-to-new-record/>

Ni, X., & Zhang, H. (2019). Mandatory corporate social responsibility disclosure and dividend payouts: evidence from a quasi-natural experiment. *Accounting and Finance*, 1581-1612.

Peyer, U., & Vermaelen, T. (2009, Aprile). The Nature and Persistence of Buyback Anomalies. *The Review of Financial Studies*, p. 1693–1745.

Prada S.p.A. (2025, Aprile). *pradagroup.com*. Tratto da <https://www.pradagroup.com/it.html>

Salvi, A., Nirino, N., Battisti, E., & Gianfrancesco, I. (2024). Payout policy and ESG: A European Investigation. *Research in International Business and Finance*.

Statista. (2024). *Personal luxury goods industry worldwide*.

Statista. (2024). *Statista Market Insights 2024*.

Sitografia

Aida

Bloomberg

Brunello Cucinelli: <https://finanza.lastampa.it/News/2025/04/29/cucinelli-conclude-il-programma-di-buyback/MjA3XzIwMjUtMDQtMjlfVExC#:~:text=Brunello%20Cucinelli%20ha%20comunicato%20di,2024%2C%20già%20oggetto%20di%20informativa>

Burberry: <https://www.retailgazette.co.uk/blog/2019/05/burberry-profits-rise-announces-150m-share-buyback/#:~:text=buyback%20www,Burberry>

Burberry: https://finbox.com/DB:BB2/explorer/buyback_yield/

Dividendi (teoria): https://www.linkedin.com/pulse/data-update-9-2025-dividends-buybacks-inertia-aswath-damodaran-kgbhc?trk=feed_main-feed-card_feed-article-content

Dividendi e parametri ESG (teoria):

https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531924005038?ref=cra_js_challenge&fr=RR-1

Kering: <https://www.kering.com/en/news/completion-of-the-stock-repurchase-program/>

Kering: <https://www.globenewswire.com/news-release/2025/04/24/3067818/0/en/Kering-Press-release-Description-of-the-Share-Buyback-Program-April-24-2025.html>

LVMH: <https://www.lvmh.com/en/publications/lvmh-share-buyback-program-november-2022>

Moncler:

https://www.marketscreener.com/services/solutions/?utmzb_campaign=cmp++popin_cmp_refuser-s-abonner+refuser-s-abonner+&utmzb_content++++&utmzb_source=popin&utmzb_medium=url_declenchement

Moncler: https://www.monclergroup.com/wp-content/uploads/2022/03/Moncler_Press-azioni-proprie-ENG-Stato-implementazione-

*Update-3.pdf#:~:text=Milan%2C%2025%20March%202022%20–
,Moncler%20and%20of%20its%20subsidiaries*

Prada:

https://www.pradagroup.com/content/dam/pradagroup/documents/Shareholderinformation/2025/E_2024%20Annual%20Report.pdf#:~:text=Treasury%20shares,in%20the%20“Directors%27%20Report”%20section

Prada: *https://www.pradagroup.com/en/investors/investor-relations/shareholder-info.html#:~:text=Dividend%20per%20Share%20in%20Euro*

Prada: *https://www.statista.com/statistics/582466/global-net-sales-prada/*

S&P 500 Buyback Index (teoria):

https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/dividends-factors/sp-500-buyback-index/#overview

S&P Europe 350 Buyback Index (teoria):

https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/dividends-factors/sp-europe-350-buyback-index/#overview

