

Quarterly Market Update & Corporate Finance Topics

Quarterly Market Update & Corporate Finance Topics è la newsletter trimestrale della [Business Unit di Corporate Finance Advisory](#) di Andersen Italia. È indirizzata a imprenditori, top manager e investitori per offrire loro sia una lettura aggiornata del contesto economico, finanziario e geopolitico, sia casi, applicazioni, best practice, approfondimenti e interviste su tematiche inerenti alla finanza aziendale (corporate finance).

In questo numero

- **Quarterly Market Update - p.3**

Aggiornamento trimestrale. *A cura di Bea Finance SCF per Andersen Italia*

[Leggi l'articolo](#)

- **Corporate Finance Topics - p. 21**

Intervista a Fabio Massoli, CFO di Cassa Depositi e Prestiti. Mercato, sostenibilità e innovazione: tre leve strategiche per finanziare la crescita delle PMI. *Di Cesare Conti, Andersen Italia*

[Leggi l'intervista](#)

La Business Unit di Corporate Finance Advisory di Andersen Italia mette a disposizione delle aziende competenze qualificate e complementari: Business Valuation & Modeling, M&A, Debt Advisory, Financial Due Diligence, Real Estate Valuation & Advisory.

Grazie alla visione strategica, al consolidato networking, al track record domestico, e alla diffusa presenza internazionale, il team della BU:

- aiuta gli imprenditori e il management a individuare e a valutare opportunità di crescita
- supporta famiglie e azionisti nelle successioni, riorganizzazioni e passaggi di proprietà
- esegue le operazioni di finanza straordinaria necessarie a perseguire la crescita e/o a finalizzare le riorganizzazioni societarie
- facilita il raccordo tra PMI, investitori (banche, fondi di private equity e di private debt) e mercato dei capitali.

Per approfondimenti e richieste di informazioni potete contattare:

Cesare Conti

Partner di Andersen Italia

Coordinatore per l'Italia e per l'Europa della Business Unit di Corporate Finance Advisory

cesare.conti@it.andersen.com

Quarterly Market Update

Aggiornamento trimestrale

a cura di Bea Finance SCF per Andersen Italia

Executive summary

1. I **fattori di incertezza** emersi nel corso dell'ultimo trimestre riguardano:
 - gli accordi sui dazi: per l'**UE** i dazi sono al 15% sulla maggior parte dei beni, con eliminazione totale per settori strategici (aerospazio, chimica, semiconduttori). L'Europa sostituirà parte del gas e petrolio russo con forniture dagli USA, accrescendo la dipendenza energetica da Washington. Per la **Cina**, al centro del negoziato vi sono chips americani e terre rare cinesi. Al momento, i dazi medi USA al 40% mettono a rischio tessile ed elettronica, con possibili rilocalizzazioni e dumping.
 - il rischio di una bolla tecnologica simile alla dot.com, seppure con basi più solide
 - l'inflazione più alta delle attese in USA, stimata al 3,2% nel 2025 con discesa al 2,7% nel 2026
 - l'euro forte, che accelera la riduzione dei prezzi nell'Area Euro e, al tempo stesso, penalizza la crescita UE. L'erosione più significativa degli utili europei riguarda i comparti di lusso, healthcare e software
2. La **politica monetaria** inizia una fase più accomodante:
 - **Federal Reserve**: attesi tagli dei tassi USA già dal 2025, ma in modo graduale e meno accentuato rispetto alle aspettative di mercato
 - **BCE**: probabili tagli più consistenti rispetto agli USA, per frenare il rallentamento di crescita e inflazione. Possibile revisione se l'Europa avrà un ruolo centrale nella ricostruzione dell'Ucraina
3. I **risultati delle aziende europee** del secondo quarter mostrano una certa resilienza sugli EPS (1.9%, rispetto a stime del -4.8% a/a) con un bilanciamento tra sorprese positive e sorprese negative (50.9% vs 30.4%) rispetto ai trimestri precedenti. I comparti di banche e farmaceutici hanno registrato risultati superiori alle aspettative nel 60% dei casi, mentre hanno sorpreso negativamente i materials, la tecnologia, i consumi discrezionali, con più del 45% di sorprese negative. La difesa europea (incluso il settore aerospaziale) potrebbe rimanere il comparto favorito dalle crescenti necessità di autonomia strategica
4. I **risultati USA Q2** mostrano utili S&P 500 con una crescita del 10.5% vs +2,8% atteso, con l'81.7% delle società ad aver battuto le stime (ad oggi il miglior dato dal Q3 2021), trainati da tech e comunicazioni; male solo energia e consumer staples
5. **Outlook**: gli accordi commerciali riducono il rischio recessione USA per il 2025, ma geopolitica e valute mantengono alta l'incertezza.

Il quadro macroeconomico

Le incertezze derivanti dai dazi hanno accompagnato il sentiment di mercato fino a giugno in attesa dell'evoluzione degli accordi bilaterali di Trump con i paesi a cui ha deciso di imporre i dazi. Se da un lato posticipare di novanta giorni l'introduzione delle tariffe ha ridotto l'ansia del mercato riportando segni positivi agli indici, dall'altro l'incertezza relativamente agli impatti per gli USA (sull'inflazione in primis) e per i paesi esportatori in US (in termini di effetto sulla crescita) ha comunque imposto molta cautela.

Ad inizio di luglio l'attenzione si è focalizzata sull'accordo con l'Europa, il più importante partner commerciale e finanziario americano. **L'accordo concluso prevede un dazio uniforme del 15% per la grande maggioranza delle esportazioni europee**, con l'impegno che questo sia un tetto massimo chiaro, senza sovrapposizioni né meccanismi cumulativi, dando quindi certezza (almeno per il momento) sul fronte della riorganizzazione delle catene del valore.

Su alcuni prodotti specifici, inoltre, UE e Stati Uniti hanno adottato il principio **"zero per zero"**, ovvero l'eliminazione completa dei dazi sia da parte dell'UE che degli Stati Uniti. Questa categoria di prodotti, in corso di definizione specifica, dovrebbe includere: **aeromobili e parti di ricambio; alcuni prodotti chimici; farmaci generici selezionati; attrezzature per semiconduttori; alcuni prodotti agricoli e materie prime critiche**. L'idea è che questo elenco possa espandersi ulteriormente in futuro, in funzione delle diverse necessità strategiche. Su acciaio e alluminio i dazi restano al momento al 50%, ma vi è un accordo per ridurre progressivamente i dazi, istituire un sistema di quote, e lavorare insieme per gestire la sovraccapacità produttiva a livello globale.

L'UE si impegna ad acquistare prodotti energetici dagli USA, per diversificare le fonti di approvvigionamento europee e a rafforzare la sicurezza energetica, sostituendo gas e petrolio russi con forniture significative di GNL statunitense, petrolio e combustibili nucleari. Le cifre citate da Trump (750mld di dollari), ma non dalla Von der Leyen, vanno peraltro interpretate. L'UE importa in totale poco meno di 400mld di dollari di prodotti energetici dal resto del mondo (45mld circa per GNL).

Se ragioniamo sul quadriennio (poco meno di 200 mld di dollari di import energetici dagli USA), diventa difficile immaginare che il 50% di queste forniture annue dipenda dagli USA. Al momento, importiamo circa 17mld l'anno di GNL dagli USA. Mentre importiamo (importavamo) circa 50mld di greggio dalla Russia. Qualora si configurasse nei prossimi anni una totale sostituzione dell'import energetico europeo dalla Russia a favore degli USA, **l'Europa finirebbe con il dipendere dagli Stati Uniti per il suo approvvigionamento di energia fossile**, ed in ogni caso

Le incertezze sui dazi: dazio uniforme al 15% con alcuni casi "zero per zero"

L'UE si impegna ad acquisire prodotti energetici dagli USA

arriveremmo comunque circa alla metà della cifra concordata.

Trump ha anche parlato di 600mld di dollari di investimenti di aziende europee in USA quale risultato dell'accordo. È un dato realistico, ma che non aggiunge molto al mercato, poiché già oggi l'UE investe negli USA circa 150mld di dollari l'anno di Investimenti Diretti Esteri. Arrivare a 600mld di investimenti nei quattro anni di Presidenza Trump è dunque un dato di fatto, anche perché verosimilmente con tariffe oltre il 15% diverse aziende europee inizieranno a trovare conveniente localizzare parte della produzione negli USA.

È interessante, peraltro, **un parallelo tra l'accordo europeo e quello giapponese.** Entrambi con dazi al 15%, anche se il Giappone ha un deficit commerciale con gli USA più ridotto. Inoltre, mentre l'UE ha ottenuto le tariffe 'zero su zero' per diversi prodotti strategici, questo non è accaduto per i prodotti giapponesi. Infine, l'UE almeno per il momento è riuscita a evitare concessioni non tariffarie sulla maggiore penetrazione commerciale di imprese americane (nel caso europeo interessate ad ulteriori esenzioni regolatorie e tributarie nel campo dei servizi digitali), in cambio dell'impegno ad acquistare prodotti energetici americani. Mentre il Giappone ha concesso il mutuo riconoscimento degli standard di sicurezza americani alle importazioni di auto dagli USA, un passo avanti significativo di apertura del suo mercato.

Sempre restando **nel settore dell'auto**, si nota infine come **sia UE che Giappone si avvantaggiano** di questo accordo **rispetto agli stessi costruttori americani.** Questi ultimi, per produrre negli USA, devono infatti importare parti e componenti da Canada e (soprattutto) Messico, pagando una tariffa del 25%. Mentre le importazioni di auto dirette da UE e Giappone oggi hanno una tariffa pari solo al 15%, una situazione distorsiva che la lobby americana dell'auto verosimilmente proverà a correggere (riducendo il dazio da Messico e Canada).

L'accordo è tutto sommato accettabile, date le premesse, **ma non privo di costi.** Le trimestrali europee non a caso segnano un aumento dei 'profit warning' (v. poi). In aggiunta, **il rallentamento della domanda**, unito alla maggiore concorrenza da parte dei beni cinesi dirottati su mercati alternativi, insieme all'apprezzamento delle valute rispetto al dollaro, **dovrebbe portare l'inflazione globale al 3.2% entro fine 2025, per poi scendere al 2.7% nel 2026.**

Le implicazioni sono abbastanza **chiare per l'Europa**, in termini di possibile **revisione della crescita al ribasso nei prossimi trimestri.** In aggiunta a una maggior debolezza della domanda esterna, il rafforzamento dell'euro, che è plausibile attendersi nei prossimi mesi, rende il percorso di riduzione di inflazione più rapido anche rispetto alle

Un parallelo tra l'accordo europeo e quello giapponese

Le implicazioni per l'Europa: revisione della crescita al ribasso

attese della stessa ECB. Questo mix deflattivo di politica economica per l'Europa non è comunque il migliore, in un contesto in cui il conflitto bellico in Ucraina continua. Questo significa che **il settore della difesa europeo rimane uno dei favoriti** nel panorama di investimenti azionari europei, con risultati comparabili a quelli delle magnifiche 7 nell'ultimo anno. Alla luce dei lunghi tempi e della necessità di dotarsi di sistema di difesa autonomo questo movimento ha spazio di continuazione, anche se occorre valutare i possibili impegni che l'accordo con gli USA determinerà nell'acquisto di armi americane.

I settori europei dedicati alla difesa e all'aerospaziale battono le Magnifiche 7



Fonte: Bloomberg, Bea Finance

Sempre in tema di negoziati, all'inizio di agosto era previsto un altro capitolo del **negoziato con la Cina**: qui l'accordo è stato posticipato di 90 giorni. Si tratta di un accordo decisivo per i mercati azionari, perché da un lato avviene in una fase congiunturale di rallentamento per la Cina (che necessita ancora di supporto di politica fiscale) e dall'altro tocca nel vivo la loro rivalità tecnologica e commerciale. **Oggetto del possibile accordo sono le esportazioni dei chips americani** (necessarie per lo sviluppo dell'AI) e delle memorie a banda larga (chiave per la creazione dei datacenter) da un lato, **e le esportazioni cinesi di terre rare in US**, necessarie alle big tech statunitensi.

Al momento la Cina l'unico paese che può utilizzare minacce credibili nei confronti degli attacchi di Trump, che nel frattempo ha preparato il campo con minacce di dazi ai paesi che importano il petrolio russo (a partire dall'India, colpita da dazi al 50%).

Il negoziato con la Cina e la debolezza dello Yuan

Sul tavolo di questo accordo si intrecciano dunque geopolitica, economia e finanza, nonché il tema del rischio di una tech bubble, recentemente approfondito da un report del MIT.

Sul fronte finanziario, **rimane aperto il tema della debolezza dello yuan** (una delle poche valute che non si sono ancora apprezzate nei confronti del dollaro) in un mercato dei capitali, quello cinese, che rimane solo parzialmente aperto.

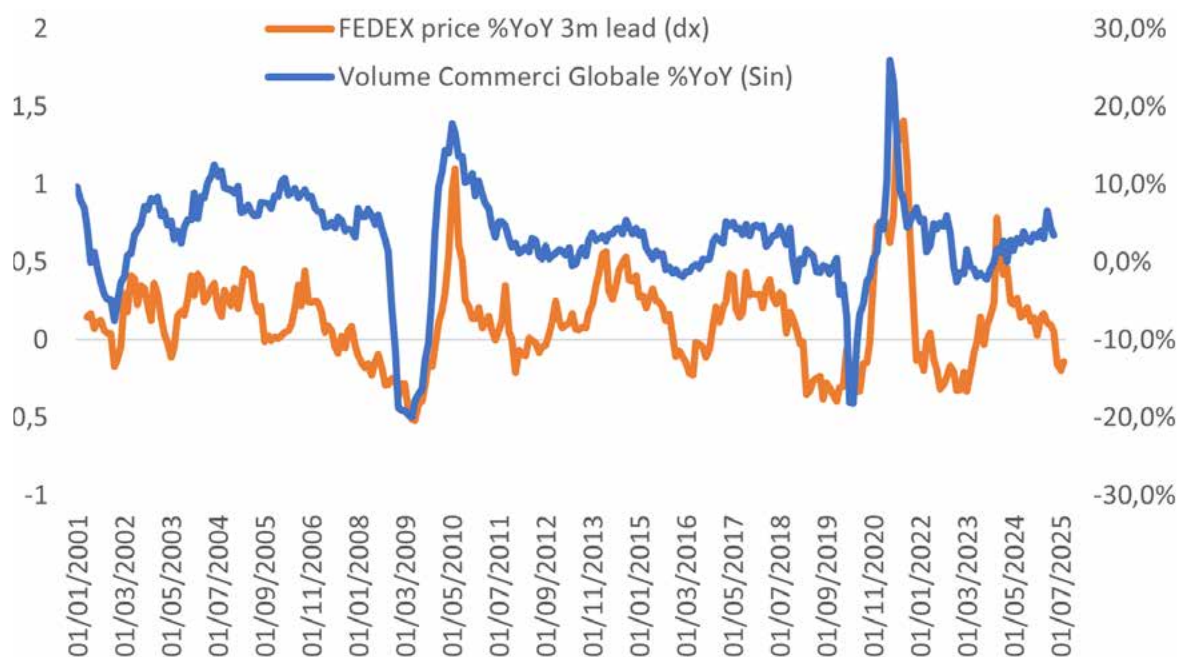
Per quanto riguarda il settore tecnologico le decisioni che verranno sottoscritte determineranno l'andamento futuro di uno dei trend che ha la leadership sui mercati da alcuni anni, perché tocca nel cuore l'approvvigionamento di materie prime necessarie per gli US insieme all'accesso cinese alla nuova tecnologia statunitense (chips e memoria a banda larga), ovvero la concorrenza di produzione e di innovazione tra US e Cina.

L'effetto complessivo dei dazi si vedrà a livello di commercio globale e di ridefinizione della mappa geografica della catena del valore, che potrebbe essere sempre più orientata verso quei paesi amici/alleati che favoriscono il libero commercio.

È ragionevole attendersi una riduzione del volume del commercio globale, come già si evince dai recenti dati.

Aspettative di riduzione del volume di commercio internazionale

Il commercio globale tendenzialmente in declino



Fonte: Bloomberg, Bea Finance

Se il rallentamento del commercio è uno dei fattori che può pesare sulle prospettive dei paesi esportatori, soprattutto verso gli USA, **un altro fattore di incertezza è l'evoluzione del settore tecnologico**, anche alla luce di come le tariffe, se applicate, possano incidere sulle vendite e sulla capitalizzazione di alcune note società (come Nvidia).

Desta preoccupazione a questo riguardo la similarità di percorso dell'andamento dell'SPX (il ticker che identifica l'indice S&P 500) degli ultimi due anni e mezzo con quello avvenuto nel periodo 1996-2001, all'epoca della dot.com bubble.

Ulteriore elemento di incertezza: l'evoluzione del settore tecnologico

SPX-Marzo 1996 - Gennaio 2001 vs SPX-Settembre 2022 ad oggi



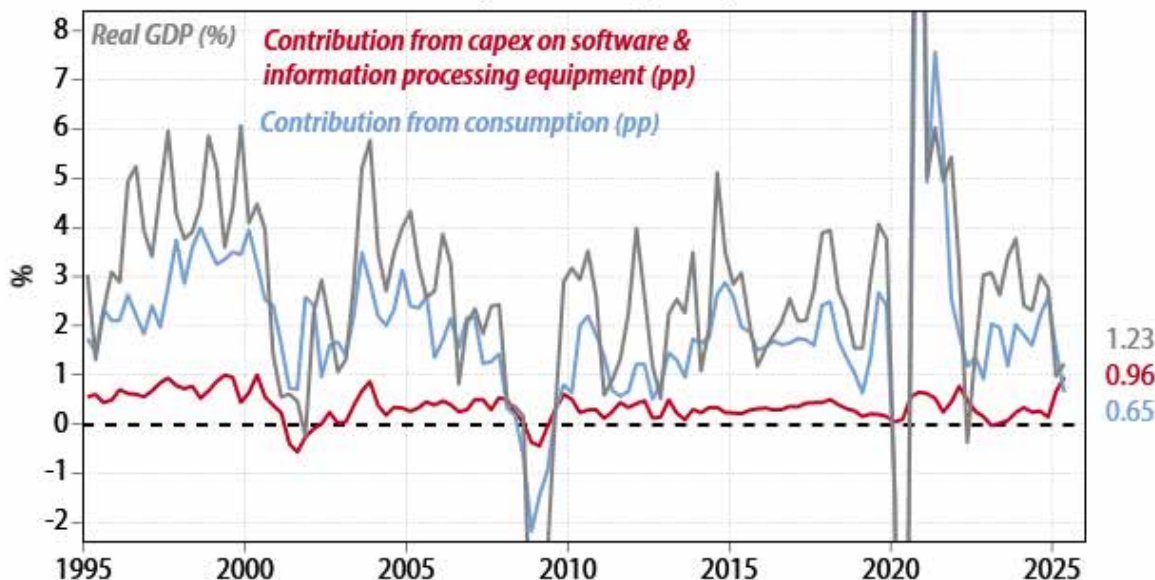
Fonte: Bloomberg, Bea Finance

Vi è tuttavia una differenza sostanziale tra le start-up di allora e quelle del mondo tecnologico odierno.

Allora nascevano società che offrivano una serie di attività di servizi, molto simili fra loro, la cui vendibilità era incerta e il costo di creazione sottostimato.

Oggi, **la tecnologia sta generando un cambiamento del modello di produttività che è, almeno a tendere, pervasivo e incide anche sulla crescita a livello macroeconomico.**

Crescita reale del PIL statunitense e contributo degli investimenti in IA: media su due trimestri



Fonte: Gavekal Research/Macrobond

Il contributo alla crescita della spesa per investimenti è infatti cresciuto, e nell'ultimo trimestre risulta superiore a quello del consumo interno (in discesa).

La spesa per investimenti rappresenta dunque il contributo maggiore alla crescita USA nel trimestre (0.96% dell'1.23% della crescita reale annualizzata, come riportato da Gavekal).

Le due sottocomponenti che contribuiscono maggiormente alla recente crescita sono effettivamente legati all'IA: spese in conto capitale per il software (0.4 pp) e anche per i computer e le apparecchiature periferiche (0.43 pp). Questo include sia le spese legate all'IA che quelle non legate all'IA. Va qui considerato che il software utilizzato negli Stati Uniti può essere in gran parte di produzione nazionale, ma la maggior parte delle apparecchiature informatiche utilizzate nei data center è importata, come avviene per esempio per i chips (disegnati in US, prodotti a Taiwan ed esportati in US). Ciò significa che in caso fossimo in **presenza di una bolla, l'impatto su PIL US sarebbe relativamente inferiore** (limitato alla quota software), **mentre risulterebbe più rilevante per i paesi esportatori di tecnologia.**

In ogni caso, tuttavia, il mercato azionario statunitense ne sarebbe colpito, con implicazioni in termini di wealth effect e quindi di consumo, ma con una correzione di natura solo tecnica, più che strutturale.

In tale contesto, dunque, pur restando incertezza di fondo, **la progressiva chiusura degli accordi con i principali partner commerciali ha**

Una crescita trainata dalla spesa per investimenti più che dai consumi

Comunque una riduzione del rischio di recessione rispetto al trimestre precedente

contribuito a migliorare l'outlook rispetto ad aprile, al punto di vedere ridursi il rischio di recessione (e, quindi, di bear market).

NY Fed probabilità recessione U5 a 12 mesi



Fonte: Bloomberg, Bea Finance

Guardando al quadro dell'inflazione, **l'aumento dei prezzi dei beni al consumo importati avviene attraverso un aumento delle tariffe** (inferiore però alle dichiarazioni originarie) **e all'indebolimento del dollaro** che ha accompagnato l'aggiustamento.

Quest'ultimo tuttavia favorisce, nel breve termine, il settore delle esportazioni, compensando il processo di rallentamento indotto da maggiori prezzi. A questo riguardo, seppur rivista al ribasso da maggio ad oggi di circa 0.40%, **la crescita dei prezzi si attesta in un intorno del 2.8 - 3%, dunque un livello decisamente superiore al target della Banca Centrale.**

Nel discorso a Jakson Hole, **Powell** ha tuttavia messo in evidenza che, in prospettiva, **il rischio intorno alla crescita risulta più elevato rispetto a quello dell'inflazione.** Infatti da luglio il mercato del lavoro ha iniziato a mostrare una debolezza e il tasso di disoccupazione si avvicinerà nei prossimi mesi al 4.5-4.7%, a seguito dei licenziamenti che prenderanno forma per il piano DOGE, che si rivelano poi in un indebolimento del consumo.

Questo dato è temperato dalla tenuta del mercato del lavoro nei settori esportatori, portando quindi l'attenzione sulla tenuta della crescita nel 2026 (anziché nel 2025), che potrebbe essere accentuato da un ulteriore (possibile e nelle nostre attese) indebolimento del dollaro di altri 10 pp (che male sarebbe sopportato dalle aziende importatrici, per l'erosione sui margini).

L'inflazione intorno al 2,8-3%, comunque superiore al target della Banca Centrale...

... ma secondo Powell (Chairman della Fed) il rischio di bassa crescita è superiore di quello dell'inflazione

In tale contesto **ci attendiamo che i tassi in US sulla parte breve si riducano per l'inizio dei tagli, un sentiero che però seguirà quanto tracciato dalla Fed più che dal mercato, dunque con una dinamica meno accentuata rispetto alle attuali aspettative.**

Nell'area euro è invece plausibile attendersi maggiori tagli rispetto alle aspettative del mercato per l'indebolimento della crescita e dell'inflazione.

Questa direzione potrebbe venir emessa in discussione nel caso in cui l'Europa avesse un ruolo chiave nel processo di ricostruzione dell'Ucraina, nel momento del raggiungimento di un accordo di tregua e auspicabilmente pace.

Gli impatti sui risultati delle imprese potrebbero essere elevati come si evince dal grafico qui sotto.

Nostre aspettative di ribasso dei tassi negli USA, ma inferiori a quelle correnti del mercato

La fine della guerra in Ukraina può essere premiante per alcuni settori



Fonte: Bloomberg, Bea Finance

I cambiamenti che stanno avendo luogo si manifesteranno anche nelle strutture delle catene del valore, che potranno modificarsi a seguito delle evoluzioni geopolitiche e degli accordi tariffari. Questi ultimi già stanno avendo luogo, come si vede dalla diminuzione delle esportazioni cinesi in USA.

Container ship count - Partenze dalla Cina verso gli Stati Uniti



Fonte: Apollo Chief Economist

Ne deriva un percorso in termini di utili che rimane in discesa, così come già si visto durante la precedente stagione degli utili, ma con dinamiche meno accentuate di quanto ipotizzabile subito dopo il 'Liberation Day' del 2 aprile.

Questo il quadro all'interno del quale inserire la lettura della stagione degli utili.

La stagione degli utili in Europa

Per il secondo trimestre, le attese sui conti delle aziende europee erano molto prudenti, con il mercato che all'inizio sembrava premiare solo chi è in grado di coniugare risultati solidi a revisioni al rialzo della guidance. Le previsioni all'inizio della reporting season indicavano già una scarsa tolleranza verso possibili delusioni, soprattutto nei casi di problemi specifici. In effetti, le società che hanno tagliato la guidance, che si trovano specialmente nei settori dei consumi discrezionali (auto), materiali e semiconduttori, hanno registrato un -5.8% nel giorno dell'annuncio, contro un +2.6% per coloro che l'hanno rialzata. Discorso analogo si evidenzia riguardo alle società che hanno mancato i ricavi ed EPS rispetto alle attese, registrando un -3.6% vs un +0.4% per coloro che hanno battuto le stime.

Sul fronte macro, l'estensione della scadenza sui dazi USA al 1° agosto è stato un ulteriore elemento di incertezza, ma **gli analisti ritenevano che tariffe al 10-15% fossero uno scenario già in larga parte incorporato nelle stime 2025**, con un impatto atteso del -3/-4,5% sull'utile operativo dello Stoxx 600.

Nonostante ciò, la reporting appena conclusa ha mostrato una certa resilienza sugli EPS nonostante le varie insidie ed un maggiore

In Europa utili e ricavi resilienti e migliori delle aspettative

bilanciamento tra sorprese positive e sorprese negative (50.9% vs 30.4%) rispetto ai trimestri precedenti. Le banche e i farmaceutici rimangono i maggiori driver di sorpresa positiva superiori al 60%, mentre sono stati più negativi invece materials, tecnologia, consumi discrezionali con più del 45% di sorprese negative, anche se nella seconda metà della reporting season la situazione ha avuto un moderato miglioramento.

MSCI Europe sectors EPS	# firms reported	Market cap % reported	Beat	Hit	Miss	Growth rate consensus	Current growth rate
MSCI Europe	283	100%	50.9%	18.8%	30.4%	-4.8%	1.9%
Communication Services	12	100%	46.2%	38.5%	15.4%	6.9%	6.5%
Consumer Discretionary	24	100%	37.5%	20.8%	41.7%	-34.3%	-40.3%
Consumer Staples	27	100%	48.1%	33.3%	18.5%	-5.3%	-1.7%
Energy	11	100%	66.7%	0.0%	33.3%	-32.9%	-25.3%
Financials	55	100%	74.5%	9.1%	16.4%	1.8%	14.8%
Healthcare	33	100%	54.5%	15.2%	30.3%	5.3%	12.3%
Industrials	67	100%	50.7%	17.9%	31.3%	4.5%	12.1%
Materials	26	91%	24.5%	10.5%	55.9%	-10.3%	-11.7%
Technology	14	91%	43.1%	9.6%	38.3%	12.7%	18.9%
Utilities	14	91%	32.5%	39.0%	19.5%	-3.5%	-3.6%

Fonte: Bloomberg, Bea Finance

Sul piano della **crescita degli utili** l'attuale crescita **risulta migliore delle attese**, con un risultato positivo dell'1.9%, superiore alle stime del -4.8% a/a (in cui si prevedeva il rallentamento delle banche, i crolli nei settori auto (-45%) ed energia). Mentre **il settore tecnologico resta il settore a maggiore crescita** (+20.8% vs +14% delle stime), il settore finanziario è quello che le ha battute maggiormente (14.8% vs 1.8%). Seguono Healthcare ed Industriali con crescita superiore al 12%. Tra i settori con crescita degli utili negativi, si distinguono l'Energy, con crescita negativa del -25.3% - ma meglio delle attese di -32.9% - e materials e discretionary, risultati anche peggiori delle attese, con i secondi particolarmente in condizione critica avendo registrato -40.3% vs -34.3% di stima. Escludendo i settori auto ed energia, la crescita attesa era positiva del +2.2, %, ma in netto calo rispetto al +9% del primo trimestre, per poi realizzarsi al 9.5%.

A livello di ricavi, il risultato di un -1.2% a/a, pur rimanendo negativa, **è migliorativa rispetto al -2.4% annuo atteso** (in netta discesa rispetto al primo trimestre). Chiave l'apprezzamento dell'euro, stimato incidere intorno al -4%.

I settori in cui gli utili crescono e quelli in cui non crescono

L'andamento dei ricavi per settore

MSCI Europe sectors Sales	# firms reported	Market cap % reported	Beat	Hit	Miss	Growth rate consensus	Current growth rate
MSCI Europe	301	100%	37.9%	31.2%	30.9%	-2.4%	-1.2%
Communication Services	19	100%	36.8%	31.6%	31.6%	-0.3%	-0.7%
Consumer Discretionary	25	100%	16.0%	32.0%	52.0%	-3.5%	-5.1%
Consumer Staples	28	100%	21.4%	57.1%	21.4%	-2.4%	-2.8%
Energy	11	100%	54.5%	18.2%	27.3%	-19.1%	-13.3%
Financials	57	100%	49.1%	33.3%	17.5%	3.1%	3.6%
Healthcare	33	100%	48.1%	29.6%	22.2%	2.1%	3.0%
Industrials	73	100%	41.1%	23.3%	35.6%	2.1%	2.6%
Materials	27	91%	26.9%	26.9%	37.0%	-7.1%	-2.2%
Technology	14	91%	26.7%	48.1%	16.0%	4.6%	4.4%
Utilities	14	91%	26.0%	13.0%	51.9%	11.0%	12.3%

Fonte: Bloomberg, Bea Finance

I settori con ricavi inferiori alle stime sono Technology (4.8% vs 5.1% stimato), Consumer Discretionary (-5.1% vs -3.5% stimato) e Consumer Staples (-2.8% vs -2.4% stimato). Discretionary e Utilities (che rappresentano il 28.2% dell'indice in market cap) registrano la maggior percentuale di sorprese negative rispetto alle attese. Dal lato sorprese positive si trovano su energy e financials, che rappresentando il 4.6% e il 24.1% dell'indice rispettivamente, portano il risultato complessivo in positivo.

Infine, i **margin operativi** al 12.64%, **sono in calo dal 13.20% del Q1**. Le maggiori pressioni erano attese nei settori auto, utility, trasporti e beni durevoli, mentre materiali ed energia erano attesi mostrare segnali di stabilizzazione. Di fatto auto e materials con i risultati peggiori, e penalizzati dagli investitori. Mentre gli altri si sono mantenuti sostanzialmente in linea con i valori del Q1.

Il rafforzamento dell'euro e della sterlina contro il dollaro si profilava come uno dei fattori più delicati per la stagione delle trimestrali europee, con impatti significativi sui conti delle società più esposte agli Stati Uniti. Dall'inizio del 2025, l'euro si è rafforzato quasi del 13% sul dollaro e la sterlina di oltre l'8%, mentre il Dollar Trade Weighted index ha perso circa il 7% dall'inizio dell'anno. Per le aziende dell'MSCI Europe, che generano in media oltre un quarto dei ricavi in Nord America, il rischio valutario non è trascurabile, soprattutto in assenza di strategie di copertura efficaci.

Secondo Citigroup, un apprezzamento del 10% del cambio euro-dollaro è in grado di ridurre gli utili europei di circa il 2%. **I settori più vulnerabili restano sanità, beni di lusso, software e servizi al consumo**, mentre assicurazioni, real estate e servizi finanziari appaiono più protetti grazie alla minore esposizione. Nella lista dei titoli a rischio figurano Argenx (84% dei ricavi in Nord America), Fresenius Medical, Novo Nordisk, LVMH, Sage e Logitech.

Alcuni segnali sono già visibili: la tedesca Brenntag ha tagliato le stime annuali citando l'effetto cambio, con un'esposizione del 32% ai ricavi nordamericani.

Nel nuovo contesto commerciale, dunque, **il tradizionale legame positivo tra euro forte e borse europee sembra affievolirsi**, segnalando un quadro di redditività più complesso nonostante i progressi macroeconomici. Bank of America stima che la percentuale di società europee in grado di battere le stime sugli utili scenda verso il 50%, sotto la media storica del 53%.

Le aziende dotate di coperture avanzate hanno però un vantaggio competitivo: secondo Morgan Stanley, il 38% delle società dell'MSCI

L'euro forte origina un rischio di cambio rilevante: le coperture contano

Europe dispone di programmi strutturati, con i settori software, aerospazio, auto e lusso tra i più attrezzati. Brunello Cucinelli, ad esempio, ha riportato una crescita a doppia cifra in tutte le aree senza impatti valutari, grazie a un approccio sistematico al rischio di cambio.

Gli utili europei preferiscono un euro più debole



Noi **siamo fra coloro che stimano una prosecuzione della debolezza del dollaro**, mantenendo alta la pressione sugli utili europei. Un paniere di titoli ad alta esposizione ai ricavi in valuta americana ha già sottoperformato lo Stoxx 600 di circa 9 punti percentuali da inizio anno, includendo nomi come Deutsche Telekom, Roche, BP, British American Tobacco ed EssilorLuxottica.

È interessante notare che **le imprese, nelle loro dichiarazioni, hanno messo principalmente l'attenzione, in ordine di importanza, sul tasso di cambio, sulle tariffe, e sull'andamento della Cina**. Quindi, il tema del costo delle esportazioni diventa chiave.

Uno sguardo all'Italia

Per quanto riguarda l'Italia, non vi è disponibilità di aggregazioni puntuali per la reporting season corrente, ma si può delineare un quadro dal totale di earnings, sales e margini dei settori e dell'indice aggregato sull'anno corrente. In anni "standard", le stime di utile annuale tendono a partire in maniera ottimistica per poi scendere lievemente ed assestarsi al valore finale in corso d'anno, con una dinamica contraria in anni recessivi (con la recessione in genere prevista in ritardo). **Il 2025 vede stime sugli utili in miglioramento negli ultimi due mesi**. Fra i settori si distinguono il consumer staples, con un balzo di circa 20% delle

Permangono aspettative di prosecuzione della debolezza del dollaro

Utili e ricavi delle aziende quotate italiane

stime, seguito dal settore finanziario. L'Energy è in miglioramento (del 2%) dopo forti downgrade. Tra i settori con revisioni al ribasso vi sono il consumer discretionary, con le auto, peggiorando però di un ulteriore 30%, e il communication services ha avuto un andamento molto negativo dall'inizio dell'anno.

La dinamica del fatturato sembra mostrare per molti settori un miglioramento delle stime sul 2025. Sono degli esempi i Consumer staples (20%), Utilities (5%), Technology (4.5%) e anche Communication Services (10%), che a livello di fatturato non hanno la stessa dinamica negativa che hanno sugli utili. Anche i Consumer Discretionary (+6% di crescita nella stima negli ultimi 2 mesi), in miglioramento, nonostante il settore auto. I finanziari vedono invece una riduzione significativa (oltre il 7%) della previsione sull'anno in corso.

La stessa analisi sui margini evidenzia risultati che nella maggior parte dei casi sono vicine alle attese. Il settore utilities vede margini migliori delle attese, e in crescita dallo scorso trimestre. In discesa invece i farmaceutici, (sempre su margini molto elevati, da 22% a poco sopra al 20%), e il consumer discretionary, all'attuale 4% di previsione sull'intero anno (partito dal 5.5%).

La stagione degli utili negli USA

La vigilia dell'inizio della reporting season americana si caratterizzava da caute attese sugli utili delle società dell'S&P 500, con una crescita dell'EPS stimata al +2.8%, la più bassa degli ultimi due anni. Al netto del settore tech, si prevedeva addirittura un calo dello 0.7%, con 6 settori su 11 (che rappresentano il 31.5% di market cap dell'indice) in contrazione su base annua. Anche le prospettive sull'anno intero, già prima di aprile, su una traiettoria di indebolimento: la crescita attesa degli utili per il 2025 era stata rivista dal +9.4% di aprile al +7.2%. **Le previsioni per le "Magnifiche Sette"** (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta e Tesla) erano viste in **crescita del 14% nel secondo trimestre**, mentre, al netto di questi titoli, l'**S&P 500 rischiava di mostrare una lieve contrazione** degli utili (-0.1%).

I risultati a fine agosto, con l'88% dell'indice ad aver riportato, **superano le stime di quasi 4 volte**, confermando l'eccesso di cautela degli analisti. La **crescita degli utili è del 10.5%**, con l'81.7% delle società ad aver battuto le stime (ad oggi il miglior dato dal Q3 2021). La maggior sorpresa positiva arriva dal communication services (26.5% vs 12.8% atteso), seguito dai Financials, che ha registrato un 13.8% (rispetto a una stima leggermente positiva). La crescita è negativa solo in 3 settori: Energy, Materials e Consumer Staples, rispettivamente con -19.2%, -2.6% e -1.2%. Escludendo il settore energetico, il risultato è positivo addirittura del 12.25%, mentre senza le magnifiche 7 si arriva a un 6.61%, rispetto a stime negative per 10 basis point.

Negli USA crescita degli utili al 10,5%, quattro volte superiore alle attese

2Q25 EPS Beat, Hit, Miss, Growth Table				Relative to Preseason Day			Relative to Reporting Day			Growth Rate	
	Report Count	% Count Reported	% MCap Reported	Beat	Hit	Miss	Beat	Hit	Miss	At Start of Season	Current
S&P500	473	94.6%	88.8%	77.4%	4.9%	17.7%	81.7%	4.0%	14.2%	2.83%	10.54%
Energy	22	95.7%	97.4%	10	3	9	15	1	5	-23.6%	-19.2%
Materials	26	100.0%	100.0%	14	1	11	13	2	11	-6.1%	-2.6%
Industrials	77	98.7%	99.0%	64	6	8	66	4	7	-3.6%	2.3%
Discretionary	47	92.2%	98.6%	34	3	10	34	3	10	-5.2%	3.8%
Staples	31	81.6%	95.8%	25	2	4	26	1	4	-3.5%	-1.2%
Health Care	58	96.7%	99.1%	48	0	10	51	0	7	3.7%	7.9%
Financials	73	100.0%	100.0%	61	3	9	60	3	9	0.5%	13.8%
Technology	57	82.6%	66.9%	52	1	4	53	1	3	16.5%	21.7%
Communications	20	100.0%	100.0%	17	0	3	16	1	3	12.8%	26.5%
Utilities	31	100.0%	100.0%	16	1	14	23	1	7	2.1%	5.1%
Real Estate**	31	100.0%	100.0%	26	3	2	28	2	1	-1.9%	7.6%
ex-Energy	451	94.6%	88.6%	357	20	75	370	18	62	4.37%	12.25%
ex-Technology	416	96.5%	99.0%	315	22	80	332	18	64	-0.65%	7.65%
ex-Financial	400	93.7%	88.6%	306	20	75	325	18	64	3.38%	9.79%
ex-Magnificent 7	464	94.1%	87.6%	361	22	84	379	18	67	-0.10%	6.61%

Fonte: Bloomberg, Bea Finance

A livello di ricavi non si vedevano sorprese positive così alte dalla seconda metà del 2021: ad oggi il 68.6% di società batte le stime. **La crescita attuale dei ricavi si attesta al 6.3% rispetto attese del 4%.** In calo il comparto energia, che è l'unico settore negativo pur registrando un risultato migliore delle attese (-6.7% vs -10.9%).

Escludendo quest'ultimo, il dato salirebbe al +7.4% contro il +5,3% atteso. Tutti gli altri settori confermano una crescita superiore alle stime. **I settori a maggiore crescita dei ricavi a doppia cifra sono la tecnologia (+15.8%), seguito dall'healthcare (+10.9%).**

I risultati sui margini si mostrano più misti di ricavi e utili. Erano previsti in leggera contrazione, con un recupero a partire dal terzo trimestre 2025 e fino almeno al 2026, dovuto all'imposizione tariffaria, insieme all'aggiustamento del ciclo con una inflazione media più alta e minor crescita. L'indebolimento del dollaro, invece, come già argomentato, dovrebbe beneficiare i settori prevalentemente esportatori, ed in particolare la tecnologia.

Il net income si attesta per ora al 13.4%, contro il 12.95% stimato. Il margine operativo, invece, è di 10 bps inferiore all'attesa di 15.8%, ma superiore di 72 bps rispetto al 14.98% di un anno prima. Il settore tech è l'unico a mostrare un miglioramento rispetto alle stime per entrambe le metriche, mentre le Utilities sperimentano compressione di entrambi i margini. Tutti gli altri settori hanno net income margin migliore delle attese. Il settore Communication Services, vede margini in espansione anno su anno del 2.51% per quello netto e del 6.34% per quello operativo. Un risultato molto importante soprattutto se confrontato con gli altri settori, con miglioramenti misurabili in basis point e spesso negativi.

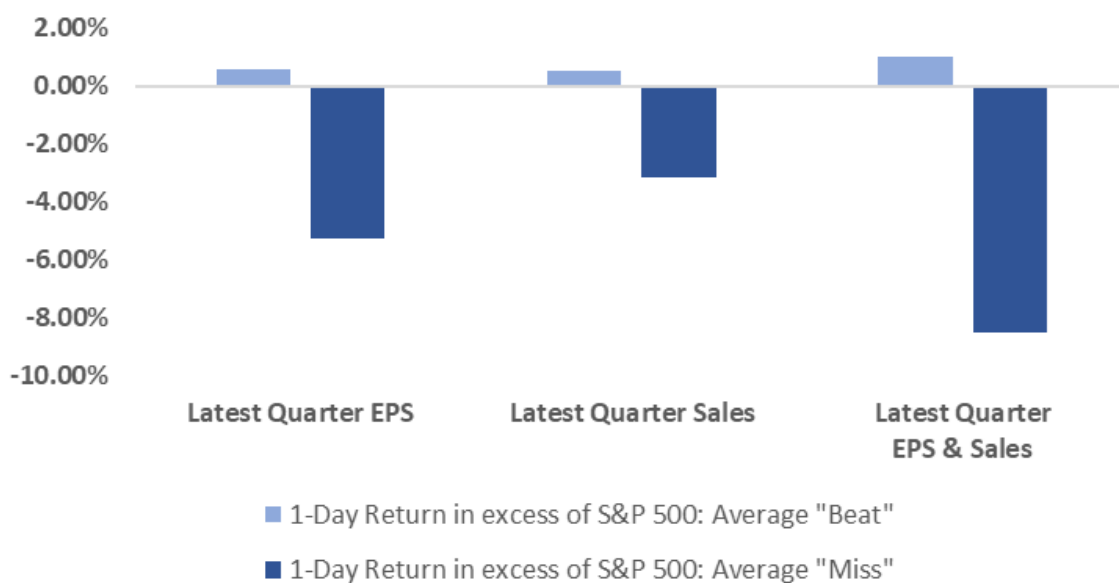
Come per la parte europea, **il mercato tende a penalizzare le società che mancano le stime su entrambe le metriche** con una

Bene anche i ricavi. Più misti i risultati dei margini

Un quadro settoriale dei net income

performance che risulta essere peggiore dell'8.51% rispetto all'indice nella giornata dei risultati. Le società che invece battono le stime, invece, hanno mediamente registrato una performance dell'1.04% superiore a quella dell'indice. Questo segnala guarda con più attenzione le società che hanno deluso.

Reazione dei prezzi nell'arco di 1 giorno



Fonte: Bloomberg, Bea Finance

Le guidance prudenziali fornite nella precedente reporting season e l'evoluzione del tema dei dazi dopo di essa suggerivano che gli utili effettivi avrebbero potuto superare le attese. Tuttavia, **solo il 25% circa delle società fornisce guidance, e tra le 127 che lo avevano fatto finora, solo 12** (tra cui Dell, Salesforce e Netflix) **avevano rivisto al rialzo sia EPS che fatturato**. Sei, tra cui DuPont e Lululemon, avevano tagliato entrambe le metriche.

Al momento gli effetti dei dazi sono visibili ma limitati: a differenza del 2020, quando oltre 140 aziende avevano sospeso la guidance, nel 2025 finora lo hanno fatto solo 11. **Molte aziende hanno già avviato processi di diversificazione delle catene del valore** e alcune, tra cui HP, Microsoft e Dell, stanno valutando lo spostamento di parte della produzione fuori dalla Cina. Intanto Nike, Procter & Gamble e Best Buy hanno annunciato aumenti selettivi dei prezzi, dipendendo dalle importazioni dai paesi colpiti dai dazi.

Sul fronte della **gestione della liquidità**, le aziende dell'S&P 500 avevano raggiunto un nuovo record storico di impieghi nel Q1 2025: 728 miliardi di dollari, in crescita per il quarto trimestre consecutivo. I

Effetti dei dazi visibili, ma limitati

buyback avevano toccato i 260 miliardi (+24% a/a), mentre i **dividendi** erano cresciuti solo del 3,3%, in rallentamento rispetto al trimestre precedente (+9.3%). **La spinta maggiore agli investimenti è quella del tech**, in cui la spesa in conto capitale ha raggiunto nuovi massimi: Nvidia, ad esempio, ha portato il capex trimestrale a 2,6 miliardi (+75% a/a).

Il capex-to-sales ratio ha toccato nuovi massimi post-Covid in settori come media interattivi (21.2%) e software (16.5%). Tra i singoli nomi più attivi in spesa di capitale figuravano Amazon, Alphabet, Microsoft e Meta, trainati dalla domanda crescente di infrastrutture legate all'intelligenza artificiale. Questi colossi americani prevedono investimenti in conto capitale per 337 miliardi di dollari nell'anno fiscale 2026 rispetto ai 311 miliardi del 2025, una mole di investimento di poco inferiore alla previsione di fatturato dell'intera Microsoft per il 2026.

A fronte di questo le attese delle revenues sono, per le stesse società, di 1766 miliardi di dollari.

La bassa correlazione tra i titoli dell'S&P 500 suggerisce un mercato favorevole ai selezionatori di titoli: la correlazione implicita su un mese si attesta a 0.12%, un livello registrato solo nel 3% dei casi negli ultimi dieci anni.

Secondo Morgan Stanley, settori come energia, finanza e parte della sanità potrebbero offrire opportunità di sovraperformance grazie anche al potenziale impatto del nuovo bilancio federale promosso da Trump.

Le **small cap** stanno superando nettamente gli ostacoli della preseason del secondo trimestre, **con il miglior "beat" dal 2021** — senza tradursi in performance, dato che lo scenario economico resta quanto meno incerto. Con l'93.9% della capitalizzazione del Russell 2000 che ha già riportato i conti, l'indice potrebbe chiudere con una crescita dei ricavi del 2.7% rispetto alla stima dell'1.3% — il miglior superamento delle stime dal quarto trimestre 2024. Allo stesso modo, il tasso di "beat" è salito al 60.1%, il livello più alto dal primo trimestre 2022. Si tratta di un balzo significativo rispetto al 52.6% del primo trimestre e ben oltre la media del 53.4% che risale al primo trimestre 2013. Finora, il **settore tecnologico (68.4%) guida la percentuale di superamento delle attese**, seguito dal comparto energy (66%) e dallo Utilities (63%). Al contrario, tra i peggiori settori troviamo i finanziari (41.5% di miss), seguiti da Communication services (39.4%) e Consumer Discretionary (37.5%).

Emerge **dalle dichiarazioni delle società** che, rispetto al trimestre precedente, **il focus dell'attenzione per i prossimi mesi è sulle tariffe, insieme all'andamento della catena del valore e del consumatore** (questi due argomenti erano quelli di principale focus nel trimestre precedente).

Investimenti elevati, trainati dall'AI

Le small cap

La stagione degli utili in Cina

L'inasprimento delle tariffe statunitensi, ora in media al 40%, **rischia di colpire l'industria cinese**, soprattutto nei settori a forte vocazione esportatrice. Secondo un'analisi di **Bloomberg Economics**, **solo 5 dei 33 principali comparti industriali** — pari ad appena il 2.4% del PIL — **hanno margini di profitto sufficienti ad assorbire l'attuale livello dei dazi**. Nel 2024, il margine industriale aggregato in Cina era pari al 14.8%, ben al di sotto della soglia necessaria a sostenere dazi così elevati. I settori con margini superiori al 40% — come farmaceutico, tabacco, estrazione di gas e petrolio e alcune attività minerarie — sono peraltro poco esposti alle esportazioni verso gli Stati Uniti, poiché concentrati sul mercato interno.

Le industrie più vulnerabili, come **tessile** (margine al 12%), **elettronica e IT** (13%) e **mobili** (18%), dipendono in larga parte dall'export: fino al 41% della produzione in alcuni casi. In questi settori, i margini risultano inferiori anche di 35 punti percentuali rispetto ai dazi medi effettivi. Al momento, **gli effetti dei dazi sono in parte attenuati dal fatto che non tutte le vendite sono rivolte agli Stati Uniti**, e il governo cinese potrebbe varare misure di sostegno, come già avvenuto in passato. **Un eventuale indebolimento dello yuan contribuirebbe inoltre ad attutire il colpo sul fronte della competitività**. Tuttavia, anche nel breve termine, l'impatto rischia di essere significativo per molte imprese.

Nel medio periodo, le difficoltà potrebbero ampliarsi. I settori a basso valore aggiunto, come mobili, abbigliamento e articoli per ufficio, sono particolarmente esposti: la combinazione di margini contenuti e barriere all'ingresso ridotte può favorire lo spostamento della produzione verso altri Paesi. **Se la Cina dovesse trovarsi a fronteggiare tariffe sistematicamente superiori a quelle applicate ad altri esportatori, la sua quota di mercato globale potrebbe erodersi rapidamente**. Nel frattempo, gli Stati Uniti hanno esteso a tutte le importazioni cinesi un dazio aggiuntivo del 20% legato al fentanyl, cui si sommano altri prelievi: un ulteriore 10% per il 60% delle esportazioni, un +25% su auto e componenti, e un +50% su acciaio e alluminio. Solo settori come farmaceutica, semiconduttori ed elettronica avanzata restano, per ora, esclusi dai dazi settoriali più severi.

Il rischio sistemico non è trascurabile. **Molte aziende dovranno tagliare costi, licenziare o scaricare l'eccesso di produzione sul mercato interno o su altri mercati esteri a prezzi ribassati, accentuando le pressioni deflazionistiche e i timori di dumping**. Una rilocalizzazione della produzione fuori dalla Cina impatterebbe negativamente su output e occupazione domestica, compromettendo le prospettive di crescita nel medio termine. Si attendono le decisioni del governo cinese in termini di supporto fiscale.

Dazi e possibile indebolimento dello Yuan quali variabili chiave da monitorare

Il rischio sistemico non è trascurabile

Intervista a Fabio Massoli

CFO di Cassa Depositi e Prestiti

Mercato, sostenibilità e innovazione: tre leve strategiche per finanziare la crescita delle PMI

di Cesare Conti

Executive summary

- L'integrazione del mercato dei capitali europeo sarà un fattore decisivo per consentire alle PMI italiane di accedere a capitali più ampi, diversificati e competitivi
- Le PMI interessate a operazioni straordinarie (M&A, debt restructuring, apertura al capitale) dovranno dotarsi di strutture e processi che le renderanno 'pronte ad accedere al mercato'
- Il posizionamento ESG è un requisito indispensabile per attrarre capitali: sostenibilità e impatto dovrebbero diventare parte integrante della strategia aziendale
- La misurazione degli impatti (economici, sociali, ambientali) rappresenta già ora una leva concreta per accedere a condizioni di finanziamento più vantaggiose. Esistono, ad esempio, soluzioni finanziarie con premialità legate a target ambientali e sociali, che prevedono una riduzione del costo di finanziamento al conseguimento di specifici KPI ESG
- L'innovazione tecnologica applicata alla finanza (blockchain, digital bond), ad oggi ancora in una fase embrionale, porterà nuove opportunità per imprese e investitori: chi anticipa il cambiamento ne trarrà un significativo vantaggio competitivo
- In breve, le PMI che vogliono crescere dovrebbero adottare un mindset aperto all'intero mercato dei capitali, non più limitato al solo credito bancario. Questo richiede, tra l'altro, la necessità di recepire i criteri ESG nei piani industriali e di favorire gli investimenti nell'innovazione, anche nei processi di funding. Le imprese che sapranno cogliere queste sfide avranno accesso a un bacino di capitali più ampio, godranno di condizioni di raccolta più efficienti e, in ultima analisi, avranno maggiori prospettive di crescita.

Nel contesto macroeconomico attuale – segnato da tensioni geopolitiche, transizione energetica, volatilità dei tassi di interesse e dei tassi di cambio, crescente selettività da parte degli investitori, rifocalizzazione dei modelli di business e dei mercati di sbocco da parte delle aziende – la capacità di accedere al mercato dei capitali in modo efficiente, sostenibile e innovativo è diventata un elemento cruciale per la competitività delle PMI (piccole e medie imprese) italiane.

Per tale motivo, questa intervista è stata progettata per affrontare tre grandi temi:

- l'evoluzione del mercato dei capitali europeo, anche alla luce delle raccomandazioni del Rapporto Draghi
- la crescente centralità della finanza sostenibile e d'impatto
- l'innovazione tecnologica in ambito finanziario, con particolare riguardo all'adozione della blockchain.

Il mercato dei capitali in Europa (Rapporto Draghi)

Nel Rapporto Draghi si evidenzia la necessità di rafforzare e unificare il mercato dei capitali europeo, affinché i risparmi non migrino altrove e possano sostenere la crescita delle nostre imprese. Dal punto di vista di un imprenditore italiano o di un investitore in PMI italiane quali vantaggi si potrebbero prevedere? E quali barriere andrebbero superate per rendere il mercato dei capitali europeo davvero accessibile?

In un contesto globale incerto come quello attuale, bisogna ripensare al mercato unico nelle sue varie dimensioni, come un pilastro per la sicurezza e competitività dell'UE. Sul fronte dei capitali, i gap sono ancora significativi: negli ultimi anni le imprese UE hanno raccolto fondi, tramite IPO o AuCap, pari a circa la metà di Giappone e Cina e a meno di un terzo di USA e UK (rispetto al PIL), mantenendo una forte dipendenza dal canale bancario. Un mercato dei capitali europeo più integrato, con maggiore liquidità, standardizzazione e trasparenza, può rafforzare i processi di crescita. Consentirebbe alle imprese, soprattutto PMI, di accedere a un bacino più ampio di investitori, diversificare le fonti di raccolta, ottimizzando il mix debito-equity, e ridurre i costi. Per gli investitori, inclusi i retail che detengono ingenti risparmi ma sono più avversi al rischio, ci sarebbero nuove opportunità di investimento, garantendo al contempo una corretta percezione dei rischi. Per favorire l'accesso e la permanenza sul mercato anche delle PMI servono regolamentazione semplificata, progressivo uso della tecnologia, programmi di consulenza e formazione dedicati.

In questo scenario in evoluzione, che ruolo possono giocare operatori istituzionali come CDP nel favorire l'accesso delle PMI al mercato dei capitali? Ci sono strumenti o iniziative già attivi che il management aziendale dovrebbe conoscere?

A partire dalla crisi del 2009, CDP ha affiancato al tradizionale supporto agli enti locali un ruolo crescente a sostegno del tessuto imprenditoriale italiano, massimizzando l'azione degli altri operatori di mercato in modo addizionale e complementare. Il nuovo Piano Strategico rafforza questo impegno, promuovendo una maggiore presa di rischio, anche a favore delle PMI. CDP offre oggi un ventaglio integrato di strumenti per accompagnare le imprese, anche di minore dimensione, verso il mercato dei capitali: dalla sottoscrizione di basket bond, in grado di facilitare l'accesso delle PMI al mercato obbligazionario, alla gestione del Fondo Strategico Nazionale Indiretto, che investe in fondi focalizzati su PMI italiane quotate. A livello

di Gruppo, l'azione è rafforzata dagli investimenti di CDP Venture Capital, realtà dedicata all'ecosistema dell'innovazione, e del Fondo Italiano d'Investimento, attivo nel private equity e nel supporto alla crescita dimensionale delle imprese, oltre che dalla partecipazione in realtà significative, come ELITE del Gruppo Euronext, e dal programma di accelerazione "Lounge CDP-ELITE", che accompagna le PMI nel percorso di apertura ai mercati finanziari.

Finanza sostenibile e d'impatto

Negli ultimi anni la finanza sostenibile è passata da tendenza a elemento centrale nei processi decisionali di investitori e aziende, ed è oggi un fattore rilevante anche per le imprese non quotate: dai rating ESG agli investitori "impact oriented", fino all'accesso a forme agevolate di credito. Quanto è importante per una PMI posizionarsi correttamente in questo ambito per attrarre capitali?

Negli ultimi anni, la sostenibilità è diventata un fattore determinante per le scelte di investimento, al pari delle tradizionali valutazioni di credito. Per le PMI, posizionarsi bene in questo ambito è un fattore chiave per accedere al mercato dei capitali e a forme di finanza agevolata. Il quadro normativo europeo va chiaramente in questa direzione: la recente pubblicazione di Omnibus ha posticipato, ma non eliminato, l'obbligo per le imprese, incluse le PMI quotate, di rendicontare il proprio impegno in termini di sostenibilità. Anticipare questo cambiamento è dunque una scelta strategica: la sostenibilità non va interpretata come un mero fattore di compliance, quanto piuttosto come un tassello fondamentale da integrare nel modello di business per generare valore e rafforzare la competitività. In un contesto come quello italiano, dove ben oltre la metà degli investitori istituzionali adotta politiche di investimento ESG, non presidiare questi aspetti significa precludersi l'accesso a un bacino di capitali rilevante, oggi ancora poco sfruttato: il mercato non premia più unicamente la solidità economica ma anche la capacità di integrare i valori ESG nelle proprie strategie.

Nella vostra esperienza, la misurazione dell'impatto – economico, sociale o ambientale – sta diventando un requisito per accedere a nuove forme di finanza? Le PMI possono giocare un ruolo in questo cambiamento o è un tema ancora riservato ai grandi gruppi?

Per accedere a nuove forme di finanziamento, specialmente quelle legate alla sostenibilità, misurare l'impatto è fondamentale. Già da qualche anno, in CDP abbiamo intrapreso una profonda trasformazione del nostro modello operativo, integrando il tradizionale modello rischio-rendimento con la dimensione dell'impatto. L'obiettivo è garantire la massima trasparenza sulla nostra azione, comunicando a investitori e stakeholder i risultati conseguiti a fronte delle risorse investite. Allo stesso tempo, richiediamo alle nostre controparti finanziate, soprattutto PMI, piena trasparenza sul loro approccio ESG e una chiara rendicontazione degli impatti attesi e generati (es. riduzione delle emissioni di CO2 o creazione e qualità dei posti di lavoro). Le PMI già attive su questo fronte possono accedere a un'ampia gamma di strumenti offerti da CDP e beneficiare di ulteriori agevolazioni. Di recente, infatti, CDP ha introdotto soluzioni finanziarie con premialità legate a target ambientali e sociali, che prevedono una riduzione del costo di finanziamento al conseguimento di specifici KPI ESG.

Tecnologia e blockchain nella finanza

Molti parlano dell'uso della blockchain nell'emissione di strumenti finanziari. Per una PMI, quanto è realistico immaginare l'adozione di questi strumenti nei prossimi anni? È un tema che va già messo a terra o è ancora lontano?

L'adozione della blockchain per l'emissione di strumenti finanziari, come i digital bond, sta diventando un trend emergente, spinto dalla crescente domanda di trasparenza ed efficienza. Tuttavia, il suo utilizzo è finora rimasto confinato a progetti sperimentali promossi da soggetti sovrani, sovranazionali e grandi emittenti del mondo finanziario e aziendale. Per le PMI, invece, l'adozione dei bond digitali è ancora in fase del tutto embrionale, frenata da sfide rilevanti: la complessità di un quadro normativo ancora in via di definizione, gli elevati costi iniziali in tecnologia e competenze, e l'assenza di un ecosistema maturo e interoperabile in grado di accogliere progetti di dimensioni ridotte ritardano l'accesso a questa opportunità. Tuttavia, rimane un tema da monitorare e, nelle strategie a medio-lungo termine, un "golden standard" a cui puntare, partendo da quelle PMI con una spiccata propensione all'innovazione e già mature nel loro percorso di crescita.

CDP ha già sperimentato strumenti innovativi per finanziare le imprese, anche usando tecnologie digitali. Quali esperienze o modelli potrebbero presto essere accessibili anche alle PMI? Quali vantaggi potrebbero offrire?

Nel 2024 CDP ha emesso, per la prima volta in Italia, il suo Digital Bond inaugurale, aprendo la strada all'adozione di tecnologie digitali nei mercati finanziari nazionali. L'operazione pilota ha testato l'efficacia di uno strumento innovativo e potenzialmente scalabile anche per altri operatori, in particolare le PMI. I risultati sono stati positivi lungo l'intero ciclo di vita iniziale dell'obbligazione, dall'emissione al regolamento, per trasparenza, sicurezza, rapidità e riduzione degli oneri, inclusi quelli legati a intermediazione, distribuzione e regolamento dei flussi finanziari, il tutto avvenuto in tempo "reale" rispetto ai giorni richiesti dai bond tradizionali. Più recentemente, CDP ha lanciato un'altra operazione pionieristica, emettendo il primo Green Bond in Europa con rendicontazione su tecnologia blockchain, che consente una tracciabilità automatica e in tempo reale degli impieghi, particolarmente utile per strumenti ESG. Queste esperienze dimostrano l'enorme potenziale dell'innovazione finanziaria come leva per facilitare l'accesso delle PMI al mercato dei capitali, attraverso soluzioni più efficienti, sicure e trasparenti, e quindi più liquide e attrattive anche per gli investitori.

Ti potrebbe interessare ...

M&A e Private Equity in Europa: analisi e prospettive nel secondo trimestre 2025. [Leggi l'approfondimento](#)

Valore al cubo - ciclo di webinar per ripensare la tematica del debito come opportunità e non come minaccia. Un confronto tra le tre diverse prospettive del professionista, dell'azienda e del player finanziario. Prossimo appuntamento: 15 ottobre 2025. [Scopri di più](#)