

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. Di Carlo Altomonte e Patrizia Bussoli, *Bea Finance SCF per Andersen Italia*. [Leggi l'articolo](#)
- **Corporate Finance Topics - p. 13**
La valutazione delle aziende in crisi. Il contributo dell'esperto: diagnosi della crisi e stima del valore. Di Davide Buosi, *Andersen Italia*. [Leggi di più](#)

Le analisi e le informazioni fornite in questa newsletter hanno carattere esclusivamente informativo e non costituiscono in alcun modo un invito, un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. Ogni decisione di investimento è a rischio e pericolo del lettore.

Iscriviti alla newsletter, visita il nostro sito
o seguici su LinkedIn



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, 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

di Carlo Altomonte e Patrizia Bussoli, Bea Finance SCF per Andersen Italia

Executive summary

- **Geopolitica:** la conferenza di Monaco sancisce un nuovo ordine mondiale con riguardo agli investimenti nella difesa: da *burden sharing* a *burden shifting*. Per l'Europa questo passaggio comporta maggiori responsabilità nella difesa
- **USA:** Crescita prevista 2.4% nel 2026, grazie a investimenti in AI, data center, semiconduttori. La spesa fiscale contribuisce per lo 0.45%. Rimane l'incertezza normativa sugli strumenti tariffari dopo decisione della Corte Suprema, di cui beneficiano soprattutto i paesi emergenti.
- **Cina:** Crescita prevista dal FMI 2026 al **4,5%**, grazie al focus su domanda interna, modernizzazione industriale, autosufficienza tecnologica. La strategia del governo cinese 2026 2030 prevede meno export e più mercato domestico
- **Giappone:** La vittoria del Governo Takaichi supporta una fase fiscale espansiva (focalizzato su sgravi, investimenti hi tech). L'obiettivo è di un deficit prossimo al 3,7% nel 2027, con l'inizio di un consolidamento del debito pubblico.
- **Europa:** Si prevede una crescita stabile intorno all'**1,3%** per il 2026, trainata da servizi e stimoli fiscali. Per la Germania rimane una positività accompagnata da incertezza geopolitica e domanda interna debole. Nel 2027 in Europa inizierà a manifestarsi un rischio politico, con, le elezioni in vari paesi dell'Unione.
- **Politica monetaria:** Le banche centrali restano ferme in attesa del taglio della FED, BCE in pausa e rialzo di BOJ. La Cina sostiene il credito con misure espansive.
- **Tassi e cambi:** I rischi di maggiore inflazione supportano una crescita del premio al rischio per le parti lunghe delle curve. Il cammino del dollaro in indebolimento continua, accompagnato da un rafforzamento dell'euro e delle valute emergenti.
- **Italia ed Europa:** La crescita sarà sostenuta da stimoli fiscali, con attenzione alla spesa per difesa e infrastrutture. Permangono le divergenze sulla crescita nazionali nel 2026, che vede favorite nell'ordine Spagna (PIL >2%) Germania (**+1,2%**), Francia: **1-1,3%** e infine Italia: **0,9%**. Il focus rimane sul settore energetico e sui costi per l'elettricità, per favorire lo sviluppo tecnologico dell'Unione.
- **Trimestrali:** Si conferma il miglioramento degli utili e dei margini anche se con una minore intensità rispetto ai trimestri precedenti.
- **Prossimo trimestre:** Attenzione alle vendite del settore tecnologico, in presenza di investimenti ancora forti e del protrarsi della rotazione settoriale e geografica.

La recente performance dei principali mercati

		Livello (al 28/02/2026)	Variazioni			
			3 Mesi	6 Mesi	1 Anno	Da Inizio Anno
Tassi						
Euro Area	Germany 2Y	2.01	-0.02	0.07	0.00	-0.11
	Germany 10Y	2.65	-0.04	-0.07	0.27	-0.20
	Italy 10Y	3.28	-0.13	-0.34	-0.19	-0.23
United States	US 2Y	3.39	-0.10	-0.23	-0.60	-0.09
	US 10Y	3.96	-0.06	-0.26	-0.23	-0.20

Azionario						
Globale	MSCI World	4557	3.8%	9.6%	21.3%	3.0%
Europa	Stoxx Europe 600	634	10.2%	15.8%	16.8%	7.2%
	Euro Stoxx 50	6138	8.5%	15.3%	15.1%	6.2%
	Germany DAX	25284	6.1%	5.8%	12.1%	3.2%
	Italy FTSE MIB	47210	9.1%	13.2%	26.7%	5.3%
	UK FTSE 100	10911	12.7%	20.0%	28.1%	10.2%
Stati Uniti	S&P 500	6879	0.6%	6.9%	16.5%	0.6%
	Nasdaq 100	24960	-1.7%	6.9%	20.3%	-1.1%
	Russell 2000	2632	5.6%	11.9%	23.3%	6.2%
Giappone	Nikkei	58850	17.3%	38.9%	61.5%	17.0%
	Topix	3939	16.8%	29.5%	50.5%	15.6%
Mercati Emergenti	MSCI EM	1611	18.3%	28.9%	50.0%	14.8%
	China CSI 300	4711	4.5%	5.6%	24.5%	1.9%
	China Hang Seng	26631	3.3%	7.3%	20.0%	3.9%
	India NIFTY	25179	-3.8%	3.4%	15.1%	-3.5%
	Brazil IBOVESPA	188787	18.7%	33.5%	53.7%	17.2%

Tassi di cambio e Materie Prime						
Euro vs Altre Valute	EURUSD	1.18	1.8%	1.1%	13.9%	0.6%
	EURJPY	184.3	1.8%	7.3%	17.9%	0.1%
	EURGBP	0.88	0.0%	1.3%	6.2%	0.5%
	EURCHF	0.91	-2.6%	-2.9%	-3.0%	-2.4%
	EURCNY	8.11	-1.2%	-2.7%	7.3%	-1.2%
Materie Prime	Oil Brent	72.5	14.7%	6.4%	-1.0%	19.1%
	Gold	5279	24.5%	53.1%	84.7%	22.2%

Economia, macro e geopolitica

Il contesto macro viene sfidato dal recente attacco all'Iran, che sta creando una pressione sui prezzi del petrolio. Vi sono i presupposti perché venga raggiunto un accordo entro marzo, prima dell'incontro fra Trump e Xi, riducendo significativamente la pressione sui prezzi petroliferi, seppur lasciando uno strascico inflattivo. Se così non fosse, lo scenario macro qui sotto delineato dovrebbe essere rivisto in termini stagflattivi (stagnazione e inflazione).

La Munich Security Conference (MSC) a febbraio ha sancito che l'ordine internazionale rule-based, nel quale l'Europa ha prosperato negli ultimi trent'anni, non sarà più il punto di ritorno automatico dopo ogni fase di turbolenza politica americana. **Il passaggio dal "burden-sharing" al "burden-shifting" riguardo la difesa europea diventa strutturale.** In un sistema caratterizzato da competizione prolungata e frammentazione delle catene del valore, gli altri settori europei che devono trasformarsi in chiave di autonomia e difesa sono quello industriale, tecnologico, energetico e finanziario.

Questo porta i mercati finanziari a distinguere fra la possibilità di una Europa capace di assumersi responsabilità nella sicurezza, rafforzando la credibilità dell'area euro in termini politici e istituzionali e attirando flussi di capitale internazionale, e la possibilità di un'Europa frammentata e dipendente da soluzioni bilaterali, che vedrebbero l'allargamento degli spread sovrani e un aumento della volatilità. Il prevalere della prima narrativa rassicurerebbe i mercati.

Per l'Area Euro, FMI prevede per il 2026 una crescita dell'1,3%, rispetto all'1,4% del 2025, ovvero un contesto di espansione moderata, in cui l'attività terziaria continua a sostenere il ciclo, compensando la debolezza manifatturiera. Inoltre sono attese misure di stimolo fiscale nazionale oltre al bilancio europeo 2027-2031. Permane il rischio in Germania di incertezza geopolitica che influenza la fiducia delle imprese, mentre la domanda interna resta fragile, con un mercato del lavoro poco dinamico. **Nel 2027 il rischio politico tornerà a ripresentarsi per le varie tornate elettorali europee.**

Negli Stati Uniti la crescita è attesa nel 2026 al 2.4% dal 2,1% del 2025, maggiormente concentrata nella prima metà d'anno (Q1 atteso al 3.2% e Q2 al 2.8%). **L'economia americana ha assorbito l'impatto delle tariffe e adattato le catene del valore senza effetti recessivi immediati, sostenuta dal ciclo degli investimenti legati all'intelligenza artificiale.** Sull'effetto dei dazi pesa l'incertezza per la decisione della Corte Suprema, che ha annullato la parte relativa all'uso dello IEEPA, e le decisioni di uso di altri strumenti, che mettono

Il contesto macro viene sfidato dal recente attacco all'Iran, che sta creando una pressione sui prezzi del petrolio

Nel frattempo in Europa il passaggio da burden-sharing a burden-shifting riguardo la difesa europea diventa strutturale

Per i mercati finanziari la percezione di un'Europa capace di assumere responsabilità dirette nella propria sicurezza rafforza nel medio periodo la credibilità dell'area euro.

Il contesto economico in cui l'Europa si muove resta al momento stabile.

Negli USA la crescita dovrebbe ulteriormente accelerare nel 2026...

in discussione gli accordi con UE, India e altri paesi. Gli investimenti in AI sostengono la crescita. In particolare, vedono un'accelerazione gli investimenti in data center, semiconduttori avanzati e infrastrutture di calcolo, con effetti su settori manifatturieri e servizi ad alta intensità tecnologica. La crescita è sostenuta anche dalla tenuta dei consumi privati, anche grazie alla forza del mercato del lavoro e a condizioni finanziarie relativamente accomodanti.

In Cina, in attesa del piano fiscale di marzo, il FMI ha rivisto al rialzo le previsioni per il 2026 dal 4,5%, rispetto al 4,2% di ottobre, seppur ritenga l'obiettivo del 5% difficile. Il focus su domanda interna e rimodulazione degli investimenti sono al centro del nuovo Piano, per consolidare la modernizzazione industriale e l'autosufficienza tecnologica, con un'attenzione alle energie rinnovabili, aerospazio, semiconduttori avanzati, tecnologie quantistiche, biomanifattura, idrogeno, fusione nucleare, 6G e intelligenza artificiale. Il quinquennio 2026–2030 dovrebbe vedere una Cina orientata a minor dipendenza dall'export, maggior innovazione e centralità del mercato domestico, con conseguente controllo dei rischi sistemici.

In Giappone, la netta vittoria del Primo Ministro Takaichi e la conseguente super-maggioranza parlamentare aprono a una fase di politica fiscale più espansiva. Il governo ha annunciato misure "proattive e responsabili", tra cui sgravi fiscali, sospensione temporanea dell'imposta sui consumi alimentari e maggiori investimenti nei settori hi-tech. Le stime indicano un ampliamento del deficit verso il 3,7% entro il 2027. Nel breve termine, la dinamica del debito resta gestibile grazie alla crescita del PIL nominale, con una ratio che dovrebbe stabilizzarsi sotto il 200%.

Politica monetaria

Gli ultimi incontri delle banche centrali hanno evidenziato situazioni differenti, nonostante i tassi siano rimasti invariati sui tre mercati.

La FED mantiene tassi nel range 3,5%-3,75%, vicino alla neutralità. Il mercato prezza due tagli entro metà anno e vede un tasso al 3% a fine 2026. Il mercato dovrà peraltro rivedere questa previsione a causa del conflitto iraniano. Mercato del lavoro robusto e inflazione persistente possono modificare le attese. Infatti, **la combinazione di stimolo fiscale, per l'attuazione del Big Beautiful Bill che contribuirà per 0,45% al PIL reale, e crescita dell'offerta di lavoro dovrebbe mantenere l'inflazione core superiore al target del 2%**.

La BCE non ha modificato i tassi di riferimento al 2%. L'attenzione è concentrata sull'impatto potenzialmente deflattivo dell'incremento

...grazie al boom dell'AI e degli investimenti ad essa correlati.

In Cina il sentiero di espansione si colloca su un sentiero strutturalmente inferiore rispetto al passato.

In Giappone, la netta vittoria del Primo Ministro Sanae Takaichi e la conseguente super-maggioranza parlamentare aprono a una fase di politica fiscale più espansiva.

La politica monetaria della Fed tiene conto della crescita USA resiliente...

La politica monetaria della Fed tiene conto della crescita USA resiliente...

...e resta alta la soglia di attenzione sull'inflazione.

In Europa di contro l'attenzione è sui rischi deflattivi...

dell'11% delle importazioni cinesi con una discesa del costo dei beni del 10% nella seconda metà del 2025 rispetto all'anno precedente. Lagarde ha anche indicato che attualmente il rafforzamento dell'euro (altro fattore deflattivo) non crea preoccupazioni. In tal senso, la BCE probabilmente rimarrà ferma per i prossimi mesi, con l'**euro che ha spazio per ulteriore rafforzamento rispetto al dollaro.**

Anche **la BOJ ha mantenuto i tassi invariati allo 0,75%**, dopo il rialzo di dicembre. I mercati prezzano due rialzi nel 2026, con tassi attesi intorno all'1,25% a fine anno, in un contesto di inflazione core stabilizzata attorno al 2% e dinamica salariale sostenuta dalle negoziazioni di primavera.

Per Takata, uno dei falchi del board, un rialzo di 25bps potrebbe già verificarsi o nel meeting di marzo o nel seguente, dato che i prezzi sono allineati a quelli target della BOJ.

Tassi e cambi

Il rischio di maggiore crescita e inflazione dovrebbe portare incrementi ai premi sulle parti lunghe delle curve. In USA **nel breve termine il rischio geopolitico potrebbe portare a un 'flight to quality' ma al contempo le tensioni sul credito privato potrebbe portare a vendite di asset più liquidi (quindi governativi), a cui si aggiunge l'aumento del premio per l'inflazione.**

Nell'Area Euro, eventuali aumenti dei prezzi energetici potrebbero essere assorbiti dall'aumento del valore dell'Euro, modificando l'andamento dei 'safe asset' in fasi di stress. Il ciclo del dollaro statunitense sembra avviarsi verso una fase di progressivo indebolimento, sostenuta da fattori sia ciclici sia strutturali. **Pesano le crescenti preoccupazioni fiscali legate ai deficit gemelli – bilancio pubblico e partite correnti – e al continuo aumento del debito federale.** Inoltre, i differenziali dei rendimenti di politica monetaria (con riduzione attesa per Fed, stabilità per BCE e rialzo per BOJ) comprimono i differenziali di rendimento indebolendo il dollaro. A ciò si aggiunge una graduale diversificazione delle riserve globali verso altre valute e verso l'oro, che riduce la domanda strutturale di asset denominati in dollari.

In **Giappone**, la vittoria elettorale di Takaichi ha portato all'aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe per timori di una politica fiscale e monetaria espansiva che impatterebbe le finanze e l'inflazione. **Il parziale rafforzamento dello yen è stato guidato soprattutto dall'aspettativa che la stabilità politica consenta alla Bank of Japan di accelerare la normalizzazione monetaria.** Tuttavia, l'utilizzo del carry trade in yen resta un elemento di fragilità strutturale, poiché

...oltre che su una valuta che dovrebbe apprezzarsi nei confronti del dollaro.

Tassi invariati anche in Giappone.

Nel breve termine il rischio geopolitico potrebbe portare a un 'flight to quality' verso il dollaro ma al contempo le tensioni sul credito privato potrebbe portare a vendite di asset più liquidi.

In ogni caso i deficit gemelli americani indeboliscono il dollaro statunitense.

In Giappone le aspettative di rialzo dei tassi hanno portato ad un parziale apprezzamento dello yen...

un rafforzamento marcato della valuta, o un aumento dei differenziali di interesse o un peggioramento del sentiment globale, porterebbe alla riduzione di queste posizioni, con la vendita di yen e possibili effetti amplificati sui mercati finanziari internazionali.

In un contesto di dollaro più debole, le **valute dei mercati emergenti stanno mostrando una stabilità sorprendente, con volatilità inferiore a quella delle principali divise del G7, peraltro per un periodo prolungato**. Tale circostanza, insieme a prezzi delle materie prime solidi e afflussi di capitale ancora elevati, sostiene gli asset emergenti e favorisce strategie di carry trade, che a loro volta contribuiscono alla compressione della volatilità.

Focus su Italia ed Europa

Guardando al complesso della crescita dell'Eurozona, il biennio 2026-2027 appare sostenuto dal progressivo attenuarsi dell'impatto dei dazi statunitensi e, soprattutto, dall'entrata a regime degli stimoli fiscali destinati a difesa e infrastrutture. La spesa pubblica dovrebbe contribuire per circa 0,3 punti percentuali alla crescita dell'area in ciascuno dei due anni, **con un impatto più marcato in Germania (+0,6%), che concentra circa due terzi dell'impulso fiscale complessivo**. La dinamica sarà trainata prevalentemente dalla domanda interna – consumi e investimenti – mentre il contributo delle esportazioni nette resterà negativo, seppur meno penalizzante rispetto al 2025.

A livello nazionale emergono divergenze: la crescita in Germania dovrebbe salire all'1,2% nel 2026 (1,7% nel 2027), sostenuta dagli ordini legati alla difesa; la Francia mantiene un profilo stabile intorno all'1%-1,3%; l'Italia si attesta allo 0,9%, grazie alla domanda interna e ai fondi NGEU; la Spagna si conferma la più dinamica tra le grandi economie, con tassi superiori al 2% nel 2026. Permane tuttavia il rischio che l'attuazione degli investimenti pubblici, in particolare in Germania, risulti più lenta del previsto, attenuando l'effetto moltiplicativo nel breve termine.

Guardando oltre il 2027, l'esaurirsi dell'impulso legato a spesa pubblica e NGEU riporterà in primo piano i vincoli strutturali, in particolare quelli demografici. Il calo della popolazione in età lavorativa in paesi chiave come Germania, Italia e Spagna potrebbe spingere la crescita potenziale dell'Eurozona verso l'1% entro la fine del decennio, riaprendo il tema delle riforme strutturali e della produttività come principali leve di sviluppo.

Tuttavia, la sfida per l'Italia e per l'Europa intera non riguarda solo la quantità della crescita, ma la sua qualità, e la produttività.

...anche se il rischio di chiusura delle posizioni di carry trade potrebbe portare a volatilità sul cambio.

Buono lo spazio per le valute dei paesi emergenti.

In Europa la dinamica della crescita dovrebbe essere trainata da consumi e investimenti...

...sia pure in un contesto differenziato tra paesi, con la Germania sugli scudi, e l'Italia alle prese con la potenziale discontinuità data dalla fine dei fondi NGEU.

La sfida per l'Italia e per l'Europa intera non riguarda solo la quantità della crescita, ma la sua qualità, e la produttività.

Il divario tecnologico con gli Stati Uniti è evidente. Negli USA le nuove tecnologie stanno infatti già migliorando l'efficienza. In Europa, di contro, l'adozione di questi strumenti è ancora molto concentrata nelle grandi aziende. Senza una diffusione capillare di queste innovazioni, il rischio è che i benefici rimangano limitati a pochi settori ad alto valore aggiunto.

Un altro nodo fondamentale è quello energetico, strettamente legato allo sviluppo digitale, che richiede una potenza di calcolo e un consumo dielettricità senza precedenti, con consumi destinati a quadruplicare entro il 2035. **L'Europa si trova in una competizione serrata con giganti come la Cina, che può contare su costi energetici molto bassi e una capacità di generazione elettrica doppia rispetto a quella statunitense. Per le aziende europee, l'elettricità rappresenta già una quota enorme dei costi operativi, e il rialzo dei prezzi dell'energia potrebbe diventare un freno pesante per lo sviluppo di questa nuova fase economica.**

Un altro nodo fondamentale è quello energetico, strettamente legato allo sviluppo digitale.

Per l'UE il rialzo dei prezzi dell'energia potrebbe diventare un freno pesante per lo sviluppo di questa nuova fase economica.

Reporting season

Settore	Stati Uniti - S&P 500			Europa - MSCI Europe		
	Market cap reported	EPS pre-reporting	Crescita EPS attuale	Market cap reported	EPS pre-reporting	Crescita EPS attuale
Aggregato	96%	8.4%	13.5%	91%	1.3%	4.5%
Energy	100%	0.2%	4.3%	100%	-2.3%	-7.9%
Materials	100%	9.1%	9.6%	94%	-0.8%	-13.5%
Industrials	99%	4.3%	13.5%	87%	1.4%	5.0%
Consumer Discretionary	88%	-3.5%	0.3%	84%	-10.8%	-13.6%
Consumer Staples	83%	1.6%	2.2%	86%	-4.9%	-3.2%
Health Care	98%	-0.3%	0.4%	93%	-0.8%	2.2%
Financials	99%	5.6%	11.0%	98%	9.2%	17.9%
Technology	96%	25.8%	32.4%	97%	3.0%	6.3%
Communications	100%	5.7%	13.9%	98%	2.3%	3.2%
Utilities	97%	4.7%	4.7%	88%	9.9%	12.1%
Real Estate	100%	0.0%	2.8%	-	-	-

Il mercato azionario statunitense mostra una solidità inaspettata: l'S&P500, di cui hanno riportato IL 96.2% delle società e il 94.8% della capitalizzazione, mostra utili in crescita del 13.5% YoY, superiore alle stime iniziali dell'8.4%, pur senza superarle con la forza delle precedenti reporting season. I margini netti delle società migliorano rispetto all'anno scorso, passando dal 13.3% al 13.9%, battendo di poco le stime per gli enormi investimenti nell'AI da parte dei giganti della tecnologia. Questi ultimi continuano con gli investimenti, per non perdere market share, con stime degli analisti sempre più ottimistiche e sfidanti. Infatti, il peso dell'utile di questo settore rispetto al totale dell'indice è del 24.7%, inferiore rispetto alla capitalizzazione del 32.8%.

Continua la solidità del mercato azionario americano anche sugli utili, battendo le aspettative.

L'utile di queste aziende dovrebbe pertanto salire in aggregato di quasi il

50%, in modo da colmare questo gap, rispetto ad aspettative ottimistiche del 39% circa per il 2026 e dei modelli più diffusi che lo segnalerebbero poco sotto al 20%. Proprio per questo motivo il mercato non premia particolarmente risultati in linea o leggermente superiori alle attese, mentre tende a punire severamente chi le disattende. La tendenza alla rotazione che da inizio anno sta premiando maggiormente i settori diversi da quelli ad alto contenuto tecnologico, sostiene le small cap che dal 2016 non riuscivano a battere le attese nel 65% dei casi. **Per il 2026, l'outlook resta comunque positivo, con una crescita degli utili prevista al 13.5%, con l'attesa che la rotazione prosegua ulteriormente.**

La stagione degli utili in Europa per il quarto trimestre 2025 sta delineando un miglioramento graduale, seppure sia privo dello slancio necessario per convincere pienamente il mercato.

La crescita dell'EPS si attesta al 4.5%, superando il consenso iniziale dell'1.3%, con una debolezza strutturale: solo il 46% delle società ha battuto le attese, un valore che si posiziona nella fascia bassa degli ultimi due anni e suggerisce come gran parte dell'ottimismo fosse già riflesso nelle quotazioni. Il motore della crescita rimane il comparto bancario, forte di una sorpresa del 58% e di un incremento degli utili dell'17.9%.

Con risultati più vicini alle attese e con tassi di crescita molto più bassi che negli Stati Uniti, un ruolo rilevante lo esercitano le guidance fornite dalle società, per intercettare il sentiment sul futuro del management. Sebbene il 30% di chi lo fornisce abbia dato guidance positive, il 22% che ha deluso le aspettative e è stato colpito da ribassi immediati e persistenti, con le revisioni sull'EPS 2026 che mostrano un taglio mediano dell'1.6%, a fronte di un incremento di appena lo 0.6% per le società con outlook favorevole. Vi è una sensibilità estrema alle notizie negative, anche per il timore che nuove tariffe doganali possano erodere ulteriormente i margini europei.

Il focus dei management, misurato sulle citazioni degli argomenti durante le call con gli analisti, si è sensibilmente spostato dai dazi verso il rischio di cambio. Ciò riflette le difficoltà delle multinazionali europee nel gestire la forza dell'euro.

Infine, l'intelligenza artificiale si è consolidata come il secondo tema più discusso: nonostante il management mantenga un tono ottimistico, motivato dall'ottimizzazione dei processi e dal miglioramento della produttività, prevale lo scetticismo da parte degli analisti sull'esecuzione pratica e sugli effetti immediati. Le società di software e servizi professionali faticano a dimostrare di poter monetizzare l'IA senza subire

Per il 2026, l'outlook resta comunque positivo, con una crescita degli utili prevista al 13.5%, con l'attesa che la rotazione da tecnologico a industriale prosegua ulteriormente.

Migliorano gli utili in Europa, ma senza entusiasmare il mercato.

In Europa solo il 46% delle società ha battuto le attese, un valore che si posiziona nella fascia bassa degli ultimi due anni.

Inoltre il focus dei management, misurato sulle citazioni degli argomenti durante le call con gli analisti, si è sensibilmente spostato dai dazi verso il rischio di cambio.

L'intelligenza artificiale si è consolidata come il secondo tema più discusso sulle prospettive di utile.

processi di disintermediazione, rendendo il tema un'arma a doppio taglio per la crescita degli utili nel 2026.

In Giappone, il mercato azionario attraversa una fase di forte euforia, sostenuta dalla stabilità politica dopo la vittoria di Sanae Takaichi e da fondamentali decisamente resilienti. Oltre il 60% delle società del Topix 500 ha battuto le stime, con punte eccellenti nel settore bancario (utili in rialzo del 17%) e sanitario. La tecnologia, spinta dai semiconduttori e dalla spesa IT domestica, ha registrato un beat rate dell'86%, anche se i prezzi faticano a salire ulteriormente perché già "prezzati per la perfezione". Un pilastro decisivo resta lo yen debole: scambiando intorno a 153 contro il dollaro, la valuta offre un cuscinetto d'oro agli esportatori e ai giganti commerciali, compensando la prudenza dei manager nelle stime. Per il 2026, i primi segnali di aziende come Canon e Hitachi impostano un tono costruttivo, suggerendo che i massimi storici del mercato poggino su una crescita reale della redditività.

In Cina, la situazione è decisamente più complessa e volatile, specialmente per il comparto tecnologico. Il settore sta affrontando una transizione faticosa: nonostante gli investimenti massicci nell'intelligenza artificiale, le aziende faticano a lanciare applicazioni che generino ricavi reali, scontrandosi con la resistenza dei consumatori a pagare per servizi premium. Questa difficoltà ha portato a un crollo delle stime sugli utili (EPS) per l'indice Hang Seng Tech, tagliate del 22.6% per il 2026. La concorrenza spietata sui prezzi e l'eccesso di capacità in settori come l'e-commerce e i veicoli elettrici stanno erodendo i margini. A ciò si aggiungono le barriere geopolitiche, come la carenza di chip di fascia alta e il rischio di nuovi dazi americani. Il 2026 si preannuncia quindi come un anno di assestamento: **la strategia di Pechino punta all'autosufficienza tecnologica, ma questo non si sta ancora traducendo in profitti immediati per le aziende private.**

Highlights di mercato per il prossimo trimestre

- Il quadro macroeconomico rimane sostenuto nei principali paesi sviluppati. I rischi sono per crescita al rialzo, anche in presenza di maggiori tensioni geopolitiche con possibilità di aumento di inflazione, in USA in particolare. Questo significa che il mercato potrebbe rivedere le attese sui tagli della Fed. I corsi azionari potrebbero essere più volatili dell'anno in chiusura ma con migliori rendimenti attesi rispetto all'obbligazionario.
- Dal punto di vista geopolitico la conferenza di Monaco di febbraio ha sancito il cambiamento dell'ordine geopolitico mondiale, con gli USA che chiedono agli alleati un ruolo più attivo e partecipativo alle questioni geopolitiche. Questo cambiamento modifica la domanda di asset finanziari americani. In particolare, la domanda di titoli

In Giappone la nuova fase di stabilità politica alimenta il mercato azionario.

Oltre il 60% delle società del Topix 500 ha battuto le stime...

...ma attenzione al valore dello yen.

In Cina, la situazione è decisamente più complessa e volatile, specialmente per il comparto tecnologico.

La strategia del Governo punta all'autosufficienza, ma questo non si sta ancora traducendo in profitti.

Quadro macro sostenuto nonostante i rischi su inflazione ed energia.

Il quadro geopolitico riduce la domanda di asset finanziari americani.

governativi statunitensi potrebbe ridursi progressivamente a livello internazionale, soprattutto in presenza di un deficit fiscale crescente.

- L'Europa è messa di fronte alla necessità di intraprendere un percorso di definizione della sicurezza: questo significa un ruolo maggiore della spesa fiscale. L'aumento di spesa fiscale tedesca e il bilancio europeo per il 2027-2031 dovrebbero sostenere investimenti nei settori della difesa, industriale, tecnologico, energetico e finanziario. Questo dovrebbe sostenere l'interesse dei mercati sulle borse europee.
- Per l'andamento dei tassi, questi aggiustamenti, di natura inflattiva, possono portare le parti lunghe delle curve a richiedere un maggiore premio al rischio per l'inflazione, e quindi maggiore volatilità. Inoltre, le tensioni sul mercato del credito privato potrebbero portare a vendite forzate degli asset più liquidi, quindi obbligazioni statunitensi.
- Sul mondo dei cambi, persiste l'aspettativa di un trend in indebolimento del dollaro a favore di euro, Yen e valute emergenti. Per l'Area Euro, l'impatto sarebbe deflazionistico, mantenendo i tassi bassi, oltre a facilitare l'assorbimento di eventuali rialzi di prezzi energetici, a supporto della transizione tecnologica che l'Europa di appresta ad affrontare.
- La Cina appare sempre più orientata alla crescita del mercato domestico, alla modernizzazione industriale e all'autosufficienza tecnologica, con un'attenzione alle energie rinnovabili, aerospazio, semiconduttori avanzati, tecnologie quantistiche, biomanifattura, idrogeno, fusione nucleare, 6G e intelligenza artificiale.

L'Europa deve iniziare a generare maggiore stimolo fiscale sul settore della difesa.

I tassi possono salire nella parte lunga delle curve.

Resta il trend di indebolimento del dollaro.

La Cina è orientata al suo mercato domestico.

La valutazione delle aziende in crisi

Il contributo dell'esperto: diagnosi della crisi e stima del valore

di Davide Buosi, Corporate Finance Advisory - Andersen Italia

Executive summary

- Il ruolo dell'esperto valutatore nelle situazioni di crisi si articola in un duplice contributo: diagnosi della natura e della gravità del dissesto e successiva determinazione del valore economico, coerente con il contesto procedurale e gli interessi dei creditori.
- La distinzione tra crisi reversibile e irreversibile rappresenta il passaggio chiave per orientare le scelte valutative, determinando l'alternativa tra continuità aziendale (esercizio provvisorio) e liquidazione atomistica.
- La diagnosi della crisi si fonda primariamente sul confronto tra ROIC e WACC, che consente di individuare se l'impresa stia ancora creando valore, lo abbia azzerato o stia distruggendolo, guidando le decisioni strategiche e valutative.
- Accanto a tale analisi, i test di insolvenza (Balance Sheet Test ed Equity/Cash Flow Test) permettono di verificare rispettivamente la sostenibilità patrimoniale e la capacità prospettica di servizio del debito.
- La natura della crisi – finanziaria o strategico-operativa – condiziona profondamente gli interventi necessari: dalla ristrutturazione del debito a interventi più radicali su modello di business, organizzazione e posizionamento competitivo.
- La stima del valore nelle aziende distressed richiede un adattamento critico delle metodologie tradizionali (DCF e multipli), tenendo conto dell'elevata incertezza, della discontinuità operativa e della limitata comparabilità di mercato.
- Centrale nel processo valutativo è la qualità e sostenibilità del piano industriale e finanziario, che costituisce la base del cosiddetto "reorganization value" e riflette le prospettive di rilancio e creazione di valore post-ristrutturazione.
- La valutazione deve inoltre incorporare specifiche criticità operative (comparables limitati, terminal value incerto, debito a fair value) e distinguere chiaramente tra valore teorico e prezzo di mercato, includendo il rischio di insuccesso della ristrutturazione.

Il duplice contributo dell'esperto valutatore

Questo articolo si focalizza sul contributo dell'esperto valutatore nell'ambito dei procedimenti di crisi e insolvenza previsti dal Codice della Crisi d'Impresa (CCII)¹, che si pone l'obiettivo di garantire **la miglior tutela possibile ai creditori** coinvolti nella procedura.

In questo conteso, l'**esperto valutatore apporta un duplice contributo**. Il primo consiste nell'utilizzare gli strumenti adatti a diagnosticare le caratteristiche della situazione di crisi e insolvenza. Per comprendere ad esempio l'azienda versa in una situazione di crisi irreversibile o irreversibile, industriale o finanziaria. Il secondo contributo ne consegue, e consiste nella identificazione e nell'applicazione degli approcci, dei metodi e delle configurazioni di valore più idonei al caso di specie, al fine di pervenire a una stima di valore bene argomentata.

Il legislatore impone all'esperto di adottare preliminarmente un'analisi attenta volta a individuare il maggior valore di realizzo in due possibili scenari:

1. la cosiddetta "vendita atomistica", che prevede l'interruzione immediata all'attività d'impresa;
2. l'esercizio provvisorio, che si sostanzia nella continuità temporanea e conservativa dell'attività d'impresa (art. 211 CCII).

Nel **caso di vendita atomistica**, il valore dell'azienda non può per certo basarsi sui canonici esercizi di attualizzazione di flussi di cassa o di reddito, in quanto la capacità dell'azienda di generare ricchezza è ormai definitivamente compromessa. Non esiste pertanto un sovra-reddito degli asset aziendali e, di conseguenza, l'unica via percorribile al fine di soddisfare i creditori sociali è rappresentata dalla dismissione autonoma di ogni singolo componente dell'attivo. Questa strategia è spesso definita *fire sale*, per la rapidità e i prezzi scontati. In tal caso, peraltro, oltre alla valorizzazione degli elementi dell'attivo intesi come immobilizzazioni e capitale circolante, non va dimenticato il ruolo fondamentale giocato dalle azioni risarcitorie a carico degli amministratori e delle azioni recuperatorie a carico di terzi, che potrebbero innalzare l'attivo aziendale, e/o gli oneri della liquidazione, che invece lo deprimono.

L'istituto dell'**esercizio provvisorio** è regolato dall'art. 211 del CCII. Tale norma consente, previa autorizzazione da parte del tribunale, la temporanea prosecuzione dell'attività d'impresa, al fine di preservare il valore economico della stessa durante la procedura. Prima di ipotizzare il ricorso all'esercizio provvisorio è tuttavia indispensabile accertare che la situazione di crisi presenti elementi di reversibilità e non si configuri come un deterioramento strutturale irreparabile. È pertanto fondamentale condurre preliminarmente un'analisi approfondita delle cause che hanno generato il dissesto, per valutare se la continuazione temporanea dell'attività sia concretamente attuabile e porti un reale beneficio per i creditori sociali.

Accertata la capacità di produrre reddito e le tempistiche relative alla durata dell'esercizio provvisorio (che dev'essere sufficientemente ampio per permettere l'individuazione di un acquirente), il valutatore può pervenire alla determinazione dell'Enterprise Value, per il tramite

¹ Per un approfondimento di questa materia si rinvia soprattutto a: 1) "La valutazione delle aziende in crisi", Discussion paper n. 1/25, OIV; 2) "Valutazione aziende in Crisi: criticità e spunti di Riflessione, CNDCEC", Agosto 2025; 3) "La valutazione delle aziende in crisi - Dalla sottoperformance alla liquidazione", M. Bini, Egea

delle **metodologie comunemente riconosciute** dalla prassi professionale, ovvero:

- il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow - DCF), che misura il valore attuale dei flussi di cassa prospettici generati dall'attività mantenuta in esercizio;
- l'approccio dei multipli di mercato, che confronta l'impresa con società comparabili o con transazioni simili rilevate sul mercato.

Una importante componente del valore è peraltro identificabile nell'**avviamento**, nelle sue diverse possibili componenti. L'azienda in funzionamento, per sua natura, incorpora infatti una serie di asset, tipicamente immateriali, la cui valorizzazione non trova spazio nelle voci del bilancio, ma è ricercabile nelle continuità di relazioni con i clienti (*customer relationship*), nella riconoscibilità dell'azienda e dei suoi prodotti sul mercato (marchio), del complesso di procedure e buone prassi costruite negli anni (*know-how*) e, senza pretesa di esaurire l'elenco, da tutti gli asset che consentono all'azienda di ottenere un rendimento del capitale superiore al costo del capitale.

Criteri e metodi per la diagnosi della crisi

Il principale criterio per diagnosticare la crisi consiste nel confronto tra ritorno del capitale e costo del capitale.

Per ritorno del capitale si intende solitamente il **rendimento del Capitale Investito Operativo (ROIC)**, ovvero la redditività operativa misurata dal rapporto tra i valori contabili del Reddito Operativo (EBIT) e del Capitale Investito Netto Operativo (CINO).

Per **costo del capitale** si intende invece un parametro stimato dal valutatore che esprime il rendimento operativo atteso dal mercato, cioè un saggio di rendimento soglia che tiene conto del rischio aziendale e che gli investitori ritengono adeguato al fine di investire nell'azienda. Tale parametro è rappresentato dal cosiddetto **costo medio ponderato del capitale (WACC)**, ovvero dalla media ponderata tra il rendimento richiesto da coloro che apportano capitale di debito (K_d) e da coloro che apportano capitale di rischio (K_e).

È proprio il **confronto tra ritorno del capitale e costo del capitale** a definire lo stato della crisi, infatti:

- se $ROIC > WACC$, la società in crisi sta presumibilmente perdendo il suo vantaggio competitivo ed erodendo il suo avviamento, ma continua a creare valore per gli investitori. La crisi è pertanto reversibile, attraverso interventi che possono sostanziarsi in una revisione di alcuni processi organizzativi o produttivi, oppure in una ristrutturazione degli attivi e/o dei passivi;
- se $ROIC = WACC$, la società in crisi ha eroso completamente il suo avviamento e non gode più di alcun vantaggio competitivo. In questo contesto, se le condizioni di mercato lo consentono, gli interventi da apportare all'organizzazione risultano sicuramente più impattanti rispetto al caso precedente, ma non siamo ancora nella condizione di distruzione di valore;
- se $ROIC < WACC$, la società in crisi non solo ha azzerato l'avviamento, ma ha iniziato a distruggere valore per i suoi investitori. In questo contesto, la liquidazione atomistica porterebbe maggior beneficio ai vari portatori di interesse. La situazione è spesso

irreversibile, se non con pensanti processi di ristrutturazione volti a eliminare le linee di business non redditizie al fine di focalizzarsi su ciò che, nell'ambito dell'organizzazione, risulta essere ancora in grado di creare valore.

Ulteriori criteri utilizzati per qualificare le caratteristiche della situazione di crisi/insolvenza consistono nel *balance sheet test* e nell'*equity test* o *cash flow test*.

Il **Balance Sheet Test** si basa sul confronto tra:

- l'Enterprise Value (EV) dell'impresa, ossia il valore economico complessivo attribuibile al business in continuità;
- la Posizione Finanziaria Netta (PFN), ovvero l'ammontare complessivo dei debiti di natura finanziaria espressi a valori nominali, al netto della cassa disponibile.

Se dal confronto emerge che l'EV è inferiore rispetto alla PFN la società si trova in una condizione di insolvenza tecnica, poiché il valore economico dell'attività non è sufficiente a coprire l'indebitamento finanziario complessivo.

Il secondo test, denominato **Equity Test** o **Cash Flow Test**, è volto a valutare la capacità prospettica dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari a breve e medio/lungo termine. Questo test mette a confronto:

- i flussi di cassa disponibili per il servizio del debito;
- le necessità finanziarie, espresse in termini di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale.

Se i flussi generati non risultano sufficienti a sostenere gli obblighi finanziari, si configura una situazione di insolvenza da squilibrio finanziario, pur in presenza di un Enterprise Value ancora teoricamente superiore alla Posizione Finanziaria Netta.

Il ricorso ai suddetti criteri e metodi aiuta a comprendere le cause all'origine della crisi e quindi le possibili leve utilizzabili per far fronte alla crisi. Le principali cause sono quella finanziaria e quella strategico-economica, a ciascuna delle quali sono associabili diverse tipologie di intervento. Per affrontare la **crisi finanziaria** potrebbe ad esempio essere sufficiente ristrutturare il debito, con meccanismi di riscadenziamento, rinegoziazione, iniezione di capitale di rischio. Le cause all'origine di una crisi **strategico-economica** possono essere svariate, da cui altrettante soluzioni gestionali per risolverle. Si spazia dalle crisi che conseguono da tensioni geopolitiche, sanitarie, energetiche o ambientali, che solitamente sono intense ma contenute nel tempo, a crisi derivanti da dinamiche di settore, di prodotto, reputazionali, di cambiamenti di stili di vita, tecnologiche, che al contrario impongono al management un profondo processo di revisione della struttura organizzativa. Cruciale diventa pertanto la capacità di intercettare i segnali per tempo, al fine di intervenire tempestivamente quando ancora il patrimonio aziendale non risulta compromesso.

La stima del valore: criticità e insidie dei diversi approcci valutativi

Solo dopo aver contestualizzato la specifica situazione dell'azienda, e comunque coerentemente con la procedura gestita dal curatore, l'esperto può procedere con la stima

del valore dell'azienda in crisi (o del singolo ramo aziendale).

L'aspetto centrale della stima non risiede tanto nell'utilizzo di specifiche metodologie, che sono ormai ampiamente riconosciute nella prassi professionale, quanto piuttosto nella **credibilità e sostenibilità del piano economico finanziario sottostante** all'applicazione di tali metodologie. Non a caso, lo *standard setter* statunitense fa riferimento al cosiddetto "*Reorganization value*", vale a dire il valore che un potenziale acquirente sarebbe disposto a pagare per acquisire l'azienda sulla base del piano di ristrutturazione proposto, che riflette soprattutto:

1. il valore attribuito alla continuità aziendale ricostituita tramite il piano
2. le aspettative di risultato derivanti dalle misure di rilancio o risanamento
3. i vantaggi competitivi che permangono nonostante la situazione di crisi.

Pertanto, l'esperto incaricato di esprimere una stima di un'azienda in crisi non dovrebbe essere un semplice applicatore di metodologie consolidate, quanto piuttosto un bravo aziendalista che sa valutare criticamente il piano di ristrutturazione e fare ricorso ai metodi valutativi che meglio riescono a sfruttare le informazioni disponibili. In questa prospettiva, emergono solitamente **due principali tipologie di criticità**:

1. La prima area di criticità è rappresentata dai **limiti connessi all'affidabilità dei metodi di valutazione convenzionali**, solitamente riconducibili:
 - a *comparables* poco significativi: in molti settori è complicato individuare società quotate con caratteristiche simili per dimensione, struttura operativa, redditività o rischio. La carenza di *peers* realmente confrontabili riduce la robustezza del metodo dei multipli e del calcolo del *beta* per il tasso di sconto;
 - a limitata trasparenza delle transazioni: le operazioni di M&A su aziende *distressed* non sono sempre pubbliche e spesso non includono informazioni dettagliate su multipli, condizioni dell'accordo, struttura finanziaria e componenti del prezzo. Questo limita la possibilità di utilizzare multipli transazionali affidabili;
 - alla difficoltà nel definire il *Terminal Value*: in uno scenario di crisi, formulare ipotesi credibili di *performance* di lungo periodo è molto complesso, poiché i flussi di cassa futuri risultano instabili, il rischio è elevato e la continuità aziendale non è scontata. Ne deriva una forte incertezza nella proiezione del valore a regime;
 - al fatto che il valore contabile del debito non riflette il suo *Fair Value*: l'indebitamento nominale espresso in bilancio può non rappresentare il valore effettivo dell'obbligazione, soprattutto in presenza di *default*, moratorie, rinegoziazioni o svalutazioni implicite. Ciò può alterare l'*Enterprise Value* derivato da metodi patrimoniali o finanziari.
2. La seconda area di criticità discende dalla **peculiarità della crisi e della situazione aziendale**. Ogni situazione di dissesto presenta infatti caratteristiche proprie - operative, finanziarie, legali e di mercato - che condizionano in modo significativo l'esito della valutazione. Ristrutturazioni in corso, contenziosi, discontinuità gestionale, tensioni di liquidità, perdita di clienti o fornitori chiave, deterioramento del capitale circolante e altri fattori possono influire profondamente sulla capacità dell'azienda di generare valore. Per questo motivo, la valutazione di un'impresa in crisi richiede sempre un approccio caso per caso, basato su un'analisi puntuale del contesto specifico e non su applicazioni standardizzate dei metodi tradizionali.

L'esperto valutatore deve infine essere consapevole di **alcune specifiche insidie** che riguardano l'applicazione del DCF e dei multipli.

Con riferimento al **Metodo DCF** è solitamente consigliabile:

- includere i rischi di *execution* nel Piano Economico Finanziario, non nel tasso di attualizzazione;
- scontare i flussi di cassa negativi al tasso *free risk*, e non al WACC/ K_e . Tale approccio è infatti più coerente con la ratio della norma, a tutela i creditori sociali;
- considerare appositi premi che tengano conto della dimensione della società e/o della qualità delle informazioni contabili disponibili;
- valutare la costruzione di un modello stocastico successo/insuccesso.

Con riferimento al **Metodo dei Multipli** è solitamente opportuno:

- porre la massima attenzione alla scarsa comparabilità: dei multipli di società che differiscono per ciclo di vita; della PFN di società in *bonis* rispetto a quella delle aziende che versano in situazioni *distressed*;
- tener conto della possibile presenza di EBITDA negativo a cui applicare il multiplo;
- considerare il grado di leva operativa, la redditività e il ciclo di vita sia della società oggetto di analisi sia delle società comparabili.

È infine opportuno ricordare che, soprattutto nella valutazione delle aziende in crisi, è riscontrabile una netta differenza tra prezzo e valore. Non si deve pertanto ricadere nell'errore di pensare che il prezzo a cui un operatore di mercato è disposto ad acquisire l'azienda in crisi sia pari al *Reorganization value*. Quest'ultimo valore presuppone infatti il successo del processo di ristrutturazione. Pertanto, al fine di addivenire al prezzo di mercato, il cosiddetto *Fair Value*, l'esperto deve stimare la probabilità di insuccesso della ristrutturazione.

Iscriviti alla newsletter, visita il nostro sito
o seguici su LinkedIn



Ti potrebbe interessare ...

M&A e Private Equity in Europa: analisi del 2025 e prospettive strategiche per il 2026.

[Leggi l'approfondimento](#)

Quarterly Market Update & Corporate Finance Topics - dicembre 2025

Economia globale e finanza d'impresa: mercati, politiche monetarie e strategie di leverage buyout.

[Leggi l'approfondimento](#)