

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**

Sale & Leaseback: liberare capitale immobiliare per finanziare la crescita dell'impresa. Una leva di corporate finance per imprenditori e CFO. *Di Giacomo Morri, 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

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:** il sistema internazionale sta passando da un ordine unipolare a uno multipolare, fondato su una crescente condivisione degli oneri di sicurezza con gli alleati. Medio Oriente e guerra russo-ucraina restano sotto controllo solo grazie a meccanismi di contenimento dell'escalation; **il rischio principale è la simultaneità di più crisi, che costringerebbe gli Stati Uniti a scegliere tra diversi teatri strategici.**
- **USA:** L'economia resta resiliente: mercato del lavoro stabile, crescita attesa sopra il 2% tra fine 2026 e inizio 2028 e rischio più orientato a una ripresa dell'inflazione che a una recessione. **Sul piano economico, deficit elevato, maggiore attivismo del Tesoro e possibile tensione con la Fed aumentano l'incertezza sulla credibilità fiscale e sul coordinamento con la Fed e sul premio per il rischio.**
- **Europa: La crescita dell'area euro è più resiliente del previsto, ma resta disomogenea e vulnerabile ai costi energetici,** rallentamento francese e incertezza politica. Stimoli fiscali, difesa, infrastrutture, tecnologia ed energia possono sostenere investimenti e mercati azionari. L'inflazione resta però sopra il target e vulnerabile agli shock energetici.
- **Giappone: l'aumento persistente dei prezzi dei servizi e dei costi di trasporto rafforza la probabilità di un rialzo dei tassi della BoJ.** La politica fiscale rimane espansiva mentre cresce il costo del debito. Il mercato azionario è sostenuto da utili, ricavi e margini molto robusti e da uno yen ancora favorevole agli esportatori.
- **Cina:** Pechino gestisce attivamente il cambio per limitare l'apprezzamento dello yuan e preservare la competitività delle esportazioni. **Lo scenario di base resta quello di uno yuan stabile contro il dollaro ma relativamente più debole rispetto al paniere dei partner commerciali.** La strategia economica punta su mercato domestico, modernizzazione industriale e autosufficienza tecnologica, con priorità a rinnovabili, semiconduttori, AI, tecnologie quantistiche, biomanifattura, idrogeno, fusione nucleare e 6G.
- **Politica monetaria: Le banche centrali sono pronte a rialzare:** negli Stati Uniti la Fed mantiene attenzione all'inflazione con un orientamento restrittivo. Nell'area euro la BCE si avvicina a una stretta che potrebbe portare il tasso sui depositi al 2,50%. In Giappone la normalizzazione monetaria appare sempre più probabile, a partire dal breve termine.
- **Tassi e cambi:** il rischio resta orientato verso rendimenti più elevati, soprattutto sulle scadenze lunghe. Negli **USA il rialzo è guidato principalmente dal term premium,**

dall'offerta di debito e dall'incertezza fiscale, più che dalle aspettative sui Fed Funds. In Europa il tratto breve reagisce soprattutto all'energia; **in Giappone inflazione e maggiore costo del debito mantengono pressione sui JGB**. Tassi lunghi più alti sono percepiti anche come segnale di rischio fiscale e favoriscono una diversificazione marginale dagli asset in dollari. Euro, franco svizzero e yen hanno beneficiato della recente debolezza del biglietto verde.

- **Italia:** Il PIL è cresciuto dello 0,2% nel secondo trimestre e la crescita acquisita per il 2026 è pari allo 0,8%; la stima annua è circa 0,87% e quella per il 2027 circa 0,8%. **La fiducia di famiglie e imprese recupera dopo lo shock energetico, con miglioramenti diffusi salvo nelle costruzioni.** Domanda interna e scorte sostengono l'attività, ma restano vulnerabilità legate a costi energetici, tensioni geopolitiche e ciclo elettorale.
- **Trimestrali: la reporting season del secondo trimestre è stata nel complesso molto solida. Negli USA utili e ricavi hanno superato nettamente le attese**, ma la reazione contenuta degli indici segnala valutazioni già elevate e crescente selettività, soprattutto sull'AI, dove contano monetizzazione, disciplina degli investimenti e free cash flow. **In Europa gli utili sono migliori del consensus, ma l'upside resta concentrato in energia, healthcare e finanziari**, mentre consumi e auto mostrano maggiore debolezza. Il Giappone registra i risultati più forti, con crescita diffusa di utili, ricavi e margini e ulteriore sostegno da uno yen favorevole; nel complesso, i fondamentali azionari restano positivi, pur con maggiore rischio di volatilità e prese di profitto tattiche.
- **Prossimo trimestre: Continua l'attenzione alle vendite del settore tecnologico insieme al tasso di crescita degli investimenti.** Visto l'aumento dei tassi, il premio al rischio e la sensibilità al costo di rifinanziamento del debito potrebbero diventare il focus dell'attenzione.

Tabella di performance di mercato

			Variazioni			
		Livello (al 31/08/2026)	3 Mesi	6 Mesi	1 Anno	Da Inizio Anno
Tassi						
Euro Area	Germany 2Y	2.92	0.39	0.91	0.98	0.81
	Germany 10Y	3.32	0.39	0.67	0.60	0.47
	Italy 10Y	4.16	0.51	0.88	0.55	0.65
United States	US 2Y	4.34	0.34	0.95	0.72	0.86
	US 10Y	4.75	0.31	0.78	0.52	0.58

Azionario						
Globale	MSCI World	4968	2.4%	9.8%	20.4%	13.1%
Europa	Stoxx Europe 600	651	4.4%	4.7%	21.3%	12.2%
	Euro Stoxx 50	6457	6.9%	6.9%	23.3%	13.5%
	Germany DAX	26352	5.0%	4.2%	10.2%	7.6%
	Italy FTSE MIB	52646	5.6%	13.8%	28.8%	19.8%
	UK FTSE 100	10827	4.9%	1.4%	21.6%	11.8%
Stati Uniti	S&P 500	7686	1.6%	12.2%	20.0%	12.9%
	Nasdaq 100	26130	-3.0%	15.6%	22.5%	12.9%
	Russell 2000	3006	3.3%	14.9%	28.5%	22.0%
Giappone	Nikkei	66132	-0.2%	13.3%	57.4%	32.5%
	Topix	4117	4.2%	5.7%	36.9%	22.2%
Mercati Emergenti	MSCI EM	1719	-1.2%	8.1%	39.2%	24.1%
	China CSI 300	4630	-4.2%	-0.2%	5.3%	1.7%
	China Hang Seng	25566	2.8%	-1.9%	5.2%	1.9%
	India NIFTY	24091	2.9%	-3.6%	-0.3%	-7.0%
	Brazil IBOVESPA	174586	0.5%	-7.5%	23.5%	8.4%

Tassi di cambio e Materie Prime						
Euro vs Altre Valute	EURUSD	1.16	-0.4%	-1.6%	-0.6%	-1.1%
	EURJPY	185.6	-0.1%	0.7%	8.0%	0.8%
	EURGBP	0.86	-1.0%	-2.1%	-0.9%	-1.6%
	EURCHF	0.94	3.1%	3.4%	0.4%	0.9%
	EURCNY	7.81	-1.0%	-3.7%	-6.3%	-4.9%
Materie Prime	Oil Brent	90.5	-1.7%	24.8%	32.8%	48.7%
	Gold	4437	-2.3%	-15.9%	28.7%	2.7%

Nota: il movimento dei tassi è espresso in punti base, come variazione del rendimento (per esempio, una variazione di 0.01 equivale ad 1 punto base); le variazioni per le altre asset class sono espresse in variazioni percentuali degli indici total return. In rosso sono espresse le variazioni con impatto negativo sul prezzo dell'asset. Per le obbligazioni, un aumento dei rendimenti riduce il prezzo delle obbligazioni. Per gli altri asset una variazione percentuale negativa equivale alla riduzione percentuale del prezzo dell'asset.

Economia, macro e geopolitica

In Medio Oriente il deterioramento dell'accordo raggiunto a giugno tra Stati Uniti e Iran, seguito a luglio da una ripresa limitata delle azioni militari, non ha impedito che dalla fine di luglio non si registrassero più attacchi significativi nell'area. **Washington è riuscita nel frattempo a mantenere operativo un flusso rilevante di petrolio attraverso una rotta protetta lungo le coste dell'Oman, mentre Teheran e Muscat continuano a negoziare un meccanismo che consenta la riapertura dello Stretto di Hormuz alla navigazione.** Sul fronte russo-ucraino la guerra resta prevalentemente di attrito: Mosca mantiene la pressione militare, Kyiv ha aumentato la profondità dei propri attacchi contro le infrastrutture russe, e l'aumento di episodi che sconfinano in territorio europeo rischia di avvicinare Russia e NATO alle rispettive linee rosse. In questo contesto va letta la recente visita, volutamente pubblicizzata, del direttore della CIA John Ratcliffe a Mosca: un tentativo di ricostruire una soglia chiara che permetta di mantenere la competizione senza che essa sfoci in uno scontro diretto tra Russia e NATO.

Più in generale, Ucraina e Iran possono essere lette come manifestazioni diverse della stessa transizione: **il passaggio da un ordine unipolare, in cui gli Stati Uniti potevano permettersi di essere presenti simultaneamente in Europa, Medio Oriente e nel rapporto con la Cina, a un nuovo equilibrio multipolare in cui questa presenza pressoché illimitata non è più sostenibile.** Ne deriva il crescente invito americano agli alleati ad assumersi una parte più ampia degli oneri di sicurezza — in Europa sulla difesa convenzionale, nel Golfo sulla sicurezza regionale — mentre le risorse strategiche statunitensi si concentrano sempre di più sulla competizione con la Cina nell'Indo-Pacifico. Il recente accordo di difesa tra Arabia Saudita, Turchia e Pakistan va in questa direzione: un tentativo di costruire una sicurezza regionale più autonoma, che però allontana la normalizzazione dei rapporti tra Arabia Saudita e Israele, complica il futuro del corridoio commerciale India-Middle East-Europe e accentua la distanza tra Riad e gli Emirati Arabi Uniti, rimasti più legati agli Accordi di Abramo.

Il rischio principale per l'Occidente non è quindi una singola escalation fuori controllo, quanto la **possibilità che più crisi regionali richiedano contemporaneamente risorse americane, costringendo Washington a scegliere esplicitamente dove concentrare capitale politico, capacità militari e risorse finanziarie, lasciando aree meno presidiate** che i singoli attori regionali o le potenze rivali potrebbero occupare. Le elezioni di mid-term rappresenteranno un primo banco di prova per capire se questa transizione possa avvenire senza creare vuoti di deterrenza, con implicazioni dirette anche per i mercati finanziari in termini di premi al rischio e flussi di capitale, avendo altresì conseguenze dirette sull'asset allocation strategica. Tuttavia, al

Il sistema internazionale transita da un ordine unipolare a uno multipolare, con Medio Oriente e fronte russo-ucraino sotto controllo solo grazie al contenimento dell'escalation

Il passaggio a un ordine multipolare spinge Washington a chiedere agli alleati di condividere maggiormente gli oneri di sicurezza

Il rischio principale resta la simultaneità di più crisi regionali, che costringerebbe gli Stati Uniti a scegliere tra diversi teatri

momento tali conseguenze si riverberano solamente sui prezzi energetici, sostenendo le aspettative di inflazione per questa parte finale del 2026.

Pertanto, **il quadro statunitense resta resiliente** ma non privo di segnali da monitorare. **L'inflazione headline rimane elevata**, ma le misure annualizzate sugli ultimi tre mesi, sia per i prezzi al consumo sia per quelli alla produzione, mostrano un rallentamento, ma con possibile stabilizzazione su valori sopra al 2% della FED per un periodo più prolungato. Il mercato del lavoro non evidenzia un deterioramento tale da giustificare un allentamento: il rapporto tra posti vacanti e persone in cerca di occupazione è tornato leggermente sopra 1, e gli indicatori anticipatori sull'occupazione temporanea e sui salari settimanali medi mostrano un quadro sostanzialmente stabile od in lieve miglioramento. Ne emerge un rischio sbilanciato più verso una ripresa dell'inflazione che verso un indebolimento del mercato del lavoro, un contesto che porterebbe la Fed a mantenere un orientamento restrittivo, con un possibile rialzo dei tassi entro fine anno. Infatti, le aspettative sulla crescita per gli Stati Uniti segnalano un lieve miglioramento facendo sì che dal Q4 26 fino al Q1 27, la crescita attesa sia sopra il 2.10% mantenendosi abbastanza costante.

Politica monetaria

La **Federal Reserve** resta concentrata sul rischio di inflazione: **un mercato del lavoro solido e prezzi energetici elevati giustificano un tono restrittivo**. Il prossimo movimento resta più facilmente orientabile verso l'alto qualora le pressioni inflazionistiche dovessero mantenersi elevate o scendere lentamente verso il target.

Il Tesoro americano, sotto la guida del Segretario Scott Bessent, ha intensificato l'attivismo lungo tre direttrici coordinate tra fine luglio e fine agosto. Il 31 luglio Washington ha partecipato insieme alla Bank of Japan a un intervento a sostegno dello yen, il primo intervento valutario statunitense dal 1998, finanziando la propria quota in euro anziché in dollari, così da evitare che il Giappone dovesse vendere Treasury per reperire liquidità. In parallelo, Bessent ha chiesto alla Federal Reserve di valutare un ampliamento della FIMA Repo Facility, lo strumento che permette alle banche centrali estere di ottenere dollari dando in garanzia i Treasury invece di venderli sul mercato. La terza iniziativa riguarda il potenziamento del programma di riacquisto di titoli di Stato: dal 9 settembre al 4 novembre la dimensione massima dei buyback sulle scadenze 10-30 anni raddoppierà, portando il programma complessivo da circa 38 a 56 miliardi di dollari su base annua. **L'obiettivo è alleggerire l'offerta di titoli a lunga scadenza sul mercato, anche se l'efficacia dipende da come questi riacquisti vengono finanziati.**

L'economia USA resta resiliente, con un rischio sbilanciato verso una ripresa dell'inflazione più che verso un indebolimento del lavoro

La Federal Reserve resta concentrata sul rischio di un'inflazione persistente

Il Tesoro USA, guidato da Bessent, intensifica l'attivismo su cambio, liquidità in dollari e riacquisti di Treasury a lunga scadenza

Il precedente storico più rilevante resta il Treasury-Fed Accord del 1951: durante la guerra di Corea il Tesoro chiedeva alla Fed di mantenere artificialmente bassi i rendimenti per contenere il costo dello sforzo bellico, mentre la banca centrale riteneva necessario contrastare l'inflazione; la tensione si risolse allora con un accordo che sancì una maggiore indipendenza della Fed. Una dinamica simile, seppure con toni diversi, si intravede oggi: a Jackson Hole il presidente della Fed Kevin Warsh ha ribadito la volontà di preservare il valore informativo dei segnali di mercato, rendimenti a lunga, dollaro, condizioni del credito, proprio mentre il percorso di rientro dell'inflazione verso l'obiettivo resta incompleto.

In area euro i mercati incorporano quasi per intero un rialzo BCE di 25 punti base a settembre, che porterebbe il tasso sui depositi al 2,50%, con un ulteriore intervento atteso entro la primavera del 2027. Il tema centrale diventa l'eventuale passaggio da una politica monetaria neutrale a una propriamente restrittiva. In Giappone la persistenza delle pressioni sui prezzi, i costi dei servizi tra imprese sono saliti del 3,6% su base annua, con i costi del trasporto marittimo in aumento del 67,4%, porta il mercato ad attribuire circa l'80% di probabilità a un rialzo dei tassi già nella riunione del 18 settembre, in un contesto reso più complesso da una politica fiscale ancora espansiva e da un costo del debito pubblico in aumento.

Tassi e cambi

L'aumento dei rendimenti dei Treasury osservato dall'inizio di luglio sembra determinato soprattutto dall'espansione del premio a termine richiesto dagli investitori per detenere titoli a lunga scadenza, più che da una revisione delle attese sui tassi della Fed: il rendimento trentennale è salito di quasi 30 punti base, con un sensibile irripidimento della curva. Il premio sul decennale si colloca intorno allo 0,8%, ancora inferiore alla media storica di lungo periodo di circa l'1,4%, il che lascia spazio teorico per ulteriori rialzi dei rendimenti lunghi. Il tema si intreccia con la traiettoria del deficit federale, che per il 2026 si sta indirizzando verso circa 2.100 miliardi di dollari, rispetto ai 1.900 miliardi precedentemente stimati, rendendo la domanda estera di Treasury meno automatica proprio mentre il Tesoro cerca di ridurre la pressione sulle scadenze lunghe. Il confronto con la Corea del Sud, che sta riducendo realmente lo stock di debito con le maggiori entrate fiscali, mostra la differenza: **negli Stati Uniti i riacquisti di titoli non riduce lo stock di debito poiché' permane deficit elevato con nuove emissioni nette, per cui il Tesoro può attenuare temporaneamente la pressione sui rendimenti lunghi, ma difficilmente può cambiarne da solo la tendenza strutturale.**

Il parallelismo con il Treasury-Fed Accord del 1951 richiama la tensione tra Fed e Tesoro

La BCE si avvicina a un rialzo di 25 punti base a settembre. Previsto un rialzo anche per il Giappone

Il rialzo dei rendimenti USA è guidato soprattutto dal term premium e dall'incertezza fiscale con un deficit in aumento verso 2.1 trilioni

La Corea, invece, sfrutta le maggiori entrate dai semiconduttori per ridurre il debito

Sul fronte valutario, il maggiore attivismo del Tesoro sembra aver indebolito il tradizionale legame tra rendimenti più alti e dollaro forte. Dopo l'annuncio del 20 agosto, l'euro si è apprezzato di oltre lo 0,9%, il franco svizzero dell'1,6% e lo yen dello 0,5%, mentre l'indice del dollaro è sceso ai minimi da oltre tre mesi: un movimento amplificato dal fatto che il posizionamento speculativo sul dollaro era già molto elevato, circa il 48,8% all'11 agosto, il livello più alto dalla fine del 2023. Non si tratta comunque di un abbandono strutturale della valuta americana: tra gennaio 2025 e giugno 2026 le detenzioni di Treasury del Regno Unito sono aumentate del 27%, e il mercato dei Treasury, con una dimensione di circa 31.000 miliardi di dollari, resta senza reali alternative per dimensione e liquidità. La Banca centrale cinese, dal canto suo, sta deliberatamente frenando l'apprezzamento dello yuan contro il dollaro per preservare la competitività delle esportazioni, pur lasciando che la valuta si rafforzi contro il paniere delle altre principali monete. **L'oro, infine, continua a beneficiare della domanda di protezione contro il rischio di svalutazione monetaria**, guadagnando oltre il 5% in una settimana dopo l'annuncio del Tesoro e tornando sui massimi da tre mesi; restano tuttavia da monitorare i prossimi segnali della Fed, dal momento che rendimenti reali più elevati e un dollaro più forte possono rallentare la crescita per il metallo giallo nei prossimi mesi.

Focus su Italia ed Europa

La situazione nell'**Area Euro** appare più delicata rispetto agli Stati Uniti, poiché **iniziano a emergere segnali di indebolimento della crescita, in particolare in Francia** come evidenziato dalle più recenti survey PMI e dal deterioramento del mercato del lavoro, in un contesto in cui l'incertezza politica, attenuata rispetto ai picchi recenti, rischia di tornare a salire con l'avvicinarsi del ciclo elettorale 2027 in Francia, Italia, Spagna e Polonia. Questo quadro di fragilità è stato confermato dalle nuove previsioni della Commissione Europea, secondo cui l'area euro si appresta a vivere un marcato rallentamento della crescita, accompagnato da un'accelerazione dell'inflazione ai livelli più alti dal 2023, a causa dell'impennata del costo dell'energia conseguente al conflitto in Iran.

Per quanto riguarda il prodotto interno lordo, gli analisti hanno visto al rialzo di circa 0.25% la crescita nei restanti trimestri del 2026, portando il dato annuale ad un 0.8%. Inoltre, anche il Q1 2027 è stato rivisto al rialzo di 0.20%, portando la crescita attesa per la prima metà dell'anno al 1.2%, per poi raggiungere l'1.3% nella seconda metà. Analizzando le principali economie, la Germania vede la propria stima di crescita per il 2026 rivista al rialzo di 0.30% arrivando allo 0.9%, mentre le previsioni per il 2027 restano stabili all'1.1% con una crescita maggiore nella seconda metà dell'anno. La Francia, invece, dovrebbe crescere dello 0,6% nel 2026 e dell'1% nel 2027, senza grosse revisioni da parte degli analisti

Il dollaro si indebolisce
contro l'euro, il franco e lo
yen

La Cina cerca di frenare
l'apprezzamento dello
yuan per preservare la
competitività

L'Area Euro appare più
delicata degli Stati Uniti,
con Francia debole e rischio
politico legato al ciclo
elettorale 2027

Le stime di crescita 2026
sono state riviste al rialzo per
i vari paesi

nell'ultimo mese. L'Italia registra una revisione al rialzo delle stime di circa 0.27% per questi ultimi due trimestri, portando la stima per l'anno allo 0.87%. Anche per il 2027 la revisione è in rialzo di 0.10% arrivando allo 0.8%, con una crescita attesa maggiore nella seconda metà, come anche per Germania e Francia.

Sul fronte dei prezzi, **l'inflazione media nel 2026 è attesa dagli analisti al 2.8%, ben al di sopra dell'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea**. Per il 2027 si prevede solo un moderato alleggerimento al 2,2%. Valori che indurranno sicuramente diversi membri della BCE a mantenere una stance hawkish per cercare di riportare l'inflazione sotto controllo.

Sul fronte italiano, molto del dibattito si sta concentrando sugli aspetti pre-elettorali, intanto **gli indicatori di fiducia di luglio segnalano un recupero più diffuso del sentiment dopo il netto deterioramento provocato dal conflitto con l'Iran e dal conseguente shock energetico**. Il miglioramento di famiglie e imprese è coerente con la crescita del PIL dello 0.2% su base trimestrale nel secondo trimestre, superiore alle attese, e indica che l'economia è entrata nel terzo trimestre con una dinamica ancora resiliente. La fiducia dei consumatori è salita da 92.4 a 94.2, superando il consenso di 92.8 e proseguendo il recupero dal minimo di 90.8 toccato in aprile, pur restando inferiore ai livelli di inizio anno. Il rialzo riflette aspettative più favorevoli sia sulla situazione finanziaria delle famiglie sia sulle prospettive economiche generali, sostenute anche dalla temporanea attenuazione delle tensioni geopolitiche e dalla moderazione dei prezzi dell'energia. La fiducia delle imprese è aumentata più marginalmente, da 95.3 a 95.6, con progressi in quasi tutti i settori tranne le costruzioni, dove il deterioramento è stato marcato. L'indice composito si è ripreso dal minimo di 94.2 registrato a maggio, ma rimane ben al di sotto dei valori superiori a 97 di gennaio e febbraio, risentendo ancora degli elevati costi energetici e dell'incertezza geopolitica. Nel manifatturiero, la fiducia è avanzata da 88.6 a 89.6, oltre il consenso di 88.8, segnando il secondo incremento mensile consecutivo, sebbene persistano ostacoli strutturali.

La tenuta del sentiment conferma che l'economia ha assorbito lo shock energetico meglio del previsto. La domanda interna, incluse le scorte, ha contribuito positivamente alla crescita del secondo trimestre nonostante il precedente indebolimento della fiducia. Dopo una prima metà dell'anno più solida delle attese, il risultato del PIL porta allo 0.8% la crescita acquisita per l'intero 2026, rafforzando le prospettive pur in presenza della persistente incertezza legata al conflitto in Iran e alle forniture di energia a cui il Paese rimane esposto.

L'inflazione media 2026 è attesa al 2,8%, sopra il target BCE

In Italia la fiducia di famiglie e imprese recupera dopo lo shock energetico

Restano vulnerabilità derivanti da costi energetici, tensioni geopolitiche e ciclo elettorale

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	97%	23.2%	33.5%	100%	11.5%	17.6%
Energy	100%	121.8%	149.4%	100%	95.6%	122.0%
Materials	100%	33.4%	42.1%	100%	19.7%	21.8%
Industrials	98%	6.3%	13.5%	100%	9.4%	12.1%
Consumer Discretionary	98%	5.4%	12.8%	100%	7.4%	-4.9%
Consumer Staples	91%	5.4%	13.5%	100%	-1.6%	1.8%
Health Care	97%	-17.3%	-6.2%	100%	-2.4%	7.9%
Financials	100%	9.7%	25.4%	100%	4.9%	10.1%
Technology	92%	65.0%	75.5%	100%	16.0%	20.9%
Communications	100%	10.7%	12.8%	100%	7.3%	6.6%
Utilities	100%	14.1%	17.1%	100%	2.8%	7.1%
Real Estate	100%	2.1%	9.9%	-	-	-

La stagione delle trimestrali del secondo trimestre 2026 conferma un quadro globale favorevole per gli utili, ma con dinamiche differenti tra Stati Uniti, Europa e Giappone. In tutte le principali aree sviluppate i risultati hanno superato le attese, **sostenuti dagli investimenti nell'intelligenza artificiale, dal miglioramento della redditività e da un contesto macroeconomico meno penalizzante rispetto ai trimestri precedenti**. Allo stesso tempo emerge una crescente selettività da parte degli investitori, che tendono a premiare soprattutto le società capaci di trasformare gli investimenti in crescita effettiva di ricavi, margini e generazione di cassa.

Negli Stati Uniti la reporting season si è chiusa con una crescita degli utili del 33.5% su base annua, nettamente superiore al 23.2% atteso prima dell'avvio della stagione, mentre i ricavi sono aumentati del 15.5%, segnando il quinto trimestre consecutivo di accelerazione. L'83% delle società ha battuto le stime sugli utili e soltanto il 13.6% ha deluso le aspettative. Energia, tecnologia e materiali hanno guidato la crescita con incrementi degli utili rispettivamente del 149.4%, 75.5% e 42.1%. **L'intelligenza artificiale continua a rappresentare il principale motore degli investimenti, ma i benefici si stanno progressivamente estendendo oltre le mega-cap tecnologiche, coinvolgendo semiconduttori, infrastrutture elettriche e connettività**. Nonostante risultati particolarmente robusti e margini netti prossimi al record storico del 15.6%, il mercato ha mostrato una reazione contenuta, segnalando una crescente attenzione alla sostenibilità della crescita e alla disciplina finanziaria.

L'Europa ha registrato la migliore crescita degli utili dal 2022, con un incremento dell'EPS del 17.6% rispetto all'11.5% previsto. **Il miglioramento delle aspettative si è accompagnato a revisioni al**

La stagione degli utili del secondo trimestre è solida a livello globale, ma con crescente selettività da parte degli investitori

Negli USA gli utili crescono del 33,5% e l'83% delle società batte le stime. Energia, tecnologia e materiali hanno trainato la crescita. Il mercato reagisce con cautela

rialzo delle stime 2027 per oltre metà delle società e a un sentiment del management sui livelli più elevati dell'ultimo decennio.

Le sorprese positive sono però risultate fortemente concentrate: energia, healthcare e finanziari hanno generato circa l'87% dell'upside complessivo. L'energia ha beneficiato di margini favorevoli e presenta il rapporto più elevato tra revisioni positive e negative sulle stime 2027, mentre la tecnologia continua a essere sostenuta dagli investimenti legati all'intelligenza artificiale, con il 78% delle società maggiormente esposte al tema che ha ricevuto revisioni al rialzo. Le principali criticità restano concentrate nell'automotive e nei consumi discrezionali, dove le stime per il 2027 sono state ridotte del 2.4%, soprattutto per effetto della crescente pressione competitiva dei produttori cinesi.

Il Giappone ha evidenziato una delle performance più solide tra i mercati sviluppati, con utili in crescita del 52% e ricavi in aumento del 15%, il primo incremento a doppia cifra dal 2021.

Anche i margini hanno sorpreso positivamente, attestandosi al 10.8% contro il 9.2% previsto. La crescita è risultata più diffusa rispetto ad altre aree geografiche e ha coinvolto non soltanto la tecnologia, ma anche industriali, finanziari e settore automobilistico. **Un importante fattore di sostegno continua a essere rappresentato dalla debolezza dello yen:** le ipotesi utilizzate nelle guidance aziendali restano infatti intorno a 153 yen per dollaro, rispetto a un cambio effettivo vicino a 159, lasciando margini per ulteriori revisioni positive qualora le condizioni valutarie dovessero rimanere favorevoli.

Nel complesso, la reporting season ha rafforzato le prospettive sugli utili globali e confermato il ruolo centrale dell'intelligenza artificiale come motore della crescita. Gli Stati Uniti continuano a distinguersi per la forza degli utili e dei margini, l'Europa per il miglioramento delle revisioni e del sentiment societario, mentre il Giappone beneficia di una crescita particolarmente diffusa e del sostegno del cambio. **La principale novità rispetto ai trimestri precedenti è rappresentata dalla crescente selettività del mercato: risultati superiori alle attese rimangono essenziali, ma in un contesto di valutazioni elevate gli investitori richiedono sempre più dimostrazioni concrete di redditività e sostenibilità finanziaria.**

Highlights di mercato per il prossimo trimestre

- Il quadro macroeconomico si conferma resiliente, soprattutto in USA, supportata ancora da politica fiscale espansiva. La Fed manterrà un tono hawkish fintanto che l'inflazione sarà più stabilmente sotto il 2.5%, ma è probabile che rilazi una volta prima della fine anno, anche se il mercato inizia a scontare un percorso però più aggressivo.
- Le parti lunghe delle curve rimangono ancora al rialzo poiché in

In Europa gli utili migliorano, con crescita del 17.6%.

Sorprese concentrate nei settori energetici, healthcare e finanziari

Il Giappone registra una crescita degli utili +52% e margini in miglioramento, sostenuti anche da uno yen ancora debole

La reporting season ha confermato il ruolo centrale dell'IA e il ciclo di crescita degli utili non solo negli USA ma a livello globale

generale dovranno richiedere un maggiore premio al rischio per l'inflazione, e quindi maggiore volatilità. I corsi azionari potrebbero essere più volatili ma con migliori rendimenti attesi rispetto all'obbligazionario, fintanto che la crescita rimane intorno o sopra il potenziale.

- Dal punto di vista geopolitico gli eventi in Medio Oriente e l'entrata nel dibattito politico per le elezioni di Medio Termine in USA e la preparazione del rinnovo dell'accordo commerciale Cina-USA saranno i fattori chiave. Le elezioni in USA possono essere fonte di volatilità sui mercati azionari.
- In Europa, sono presenti segnali di miglioramento della situazione in Germania, ma inizia a profilarsi il rischio politico per il prossimo anno, in aree come la Francia. Il miglioramento del quadro generale e l'eventuale tregua della tensione con l'Iran dovrebbero continuare a beneficiare i corsi azionari europei.
- Sul mondo dei cambi, rimane in essere l'attesa di trend in indebolimento del dollaro a favore di Euro, Yen e valute emergenti. Lo yen è la valuta più esposta a un possibile trend di apprezzamento.
- Il Giappone dovrà affrontare una politica monetaria orientata al contenimento inflattivo e alla normalizzazione dei tassi. Inoltre la possibile prosecuzione di interventi sul mercato aperto, continueranno a sostenere lo yen.
- Nell'aggiustamento valutario la posizione della Cina rimarrà di cautela e continuerà a proseguire nella strada di minor dipendenza dall'uso del dollaro sul sistema dei pagamenti.

Corporate Finance Topics

Sale & Leaseback: liberare capitale immobiliare per finanziare la crescita dell'impresa

Una leva di corporate finance per imprenditori e CFO

di Giacomo Morri, Corporate Finance Advisory - Andersen Italia

Executive summary

- Il Sale & Leaseback rappresenta uno strumento di corporate finance attraverso il quale l'impresa può liberare capitale immobilizzato negli asset strumentali, mantenendone al tempo stesso la piena disponibilità operativa.
- Per molte imprese industriali, la proprietà dell'immobile non costituisce necessariamente la modalità più efficiente di impiego del capitale, soprattutto in presenza di opportunità di investimento caratterizzate da rendimenti più elevati.
- Il valore dell'operazione dipende dalla capacità di riallocare le risorse liberate verso iniziative coerenti con il piano industriale, quali investimenti produttivi, acquisizioni, internazionalizzazione, innovazione e riduzione dell'indebitamento.
- Il Sale & Leaseback può integrare le tradizionali fonti di finanziamento, contribuendo a diversificare la struttura del capitale, preservare capacità di credito e sostenere la crescita senza modificare l'assetto proprietario dell'impresa.
- La convenienza economica deve essere valutata attraverso un confronto tra il costo complessivo dell'operazione e il rendimento atteso dagli impieghi alternativi del capitale.
- La struttura contrattuale riveste un ruolo centrale: durata, livello e indicizzazione del canone, flessibilità operativa, responsabilità manutentive, rinnovi ed eventuali opzioni di riacquisto devono essere coerenti con le esigenze industriali e finanziarie di lungo periodo.
- La scelta dell'investitore è altrettanto rilevante, poiché il nuovo proprietario dell'immobile diventa un interlocutore di lungo termine e la qualità del rapporto può incidere sulla flessibilità futura dell'impresa.
- Il Sale & Leaseback non rappresenta una soluzione universale, ma può costituire una leva efficace di creazione di valore per imprese solide e in crescita, dotate di immobili strumentali significativi e di una chiara strategia di allocazione del capitale.

Per molte imprese industriali italiane, gli immobili strumentali costituiscono una quota rilevante del patrimonio aziendale. Stabilimenti produttivi, capannoni, piattaforme logistiche e sedi operative sono spesso il risultato di decenni di investimenti e rappresentano un importante fattore di solidità patrimoniale. Tuttavia, in un contesto competitivo che richiede risorse per innovare, crescere, acquisire nuove aziende, internazionalizzarsi e rafforzare la struttura finanziaria, **una parte significativa del capitale può rimanere immobilizzata in attività che, pur essendo essenziali sotto il profilo operativo, generano una limitata flessibilità finanziaria.**

In questo scenario si inserisce il Sale & Leaseback ("SLB"), un'operazione finanziaria che consente di **trasformare un'attività illiquida quali gli immobili in liquidità immediatamente disponibile, preservando la continuità operativa dell'impresa** attraverso un contratto di locazione di lungo periodo. **La logica economica dell'operazione non è quella di vendere un immobile per far fronte a esigenze contingenti di cassa, bensì di riallocare capitale verso impieghi in grado di generare un maggiore rendimento.**

Il SLB non deve essere confuso con il leasing finanziario, di fatto una forma di finanziamento equiparabile al debito. Dal punto di vista operativo, il SLB prevede la cessione dell'immobile a un investitore e, contestualmente, la sottoscrizione di un contratto di locazione di lungo termine che consente all'impresa di continuare a utilizzare il bene senza interruzioni dell'attività. In questo modo, l'azienda incassa il corrispettivo della vendita e libera immediatamente risorse finanziarie, mantenendo la disponibilità operativa dell'immobile. In alcuni casi, piuttosto rari, è anche possibile, se previsto contrattualmente, beneficiare di eventuali opzioni di riacquisto.

La sostenibilità economica del SLB dipende dalla capacità di creare valore per entrambe le parti coinvolte. L'impresa ottiene risorse finanziarie senza interrompere l'utilizzo dell'immobile, mentre l'investitore immobiliare acquisisce un asset già locato a un conduttore operativo, beneficiando di flussi reddituali contrattualizzati e coerenti con il proprio profilo di rischio-rendimento.

L'obiettivo di questo contributo è analizzare il SLB come strumento di corporate finance, confrontandolo con le principali alternative di finanziamento (debito bancario, fondi di debito, aumento di capitale e Private Equity) e approfondendone le implicazioni economiche, finanziarie, contrattuali e contabili. Più in generale, l'articolo propone una riflessione su una questione cruciale per ogni impresa: **la proprietà di un immobile rappresenta sempre il miglior impiego possibile del capitale aziendale?**

Il capitale immobiliare come risorsa strategica

Nel tessuto imprenditoriale italiano, la proprietà degli immobili strumentali ha storicamente rappresentato un elemento di solidità patrimoniale e di autonomia gestionale. Per molte imprese familiari, acquistare il capannone, costruire lo stabilimento o possedere la sede produttiva ha significato consolidare il progetto imprenditoriale, ridurre la dipendenza da terzi e disporre di garanzie reali nei confronti del sistema bancario, cui fino a un recente passato erano molto interessate.

Per lungo tempo questa scelta è stata non solo comprensibile, ma anche economicamente razionale. La proprietà dell'immobile ha garantito continuità operativa, stabilità dei costi di utilizzo, tutela del patrimonio aziendale e pieno controllo di un asset essenziale per l'attività produttiva.

Oggi, tuttavia, il contesto competitivo richiede una prospettiva diversa. La competitività delle imprese dipende sempre più dalla capacità di investire in innovazione tecnologica, automazione, sostenibilità, digitalizzazione, efficientamento energetico, sviluppo internazionale, acquisizioni e rafforzamento delle competenze manageriali. Tutte iniziative che richiedono capitale e che impongono una riflessione sulla sua allocazione.

La questione, quindi, non è stabilire se l'immobile sia strategico per l'impresa. Nella maggior parte dei casi lo è, e continuerà a esserlo. Il punto è un altro: **la proprietà dell'immobile è davvero una condizione necessaria per garantirne l'utilizzo?**

È proprio su questa distinzione che si fonda la logica economica del SLB. **L'operazione separa la proprietà giuridica dalla disponibilità operativa dell'asset:** l'impresa rinuncia alla prima, ma continua a mantenere la seconda attraverso un contratto di lungo periodo. In questa prospettiva, l'immobile non viene meno alla sua funzione industriale; cambia semplicemente la modalità con cui viene finanziato.

Questo spostamento di prospettiva riflette un principio più generale della finanza d'impresa: **ciò che crea valore non è necessariamente il possesso degli asset, ma la capacità di allocare il capitale nelle attività che generano il maggiore rendimento corretto per il rischio.** Da questa prospettiva, **il SLB non rappresenta una scelta immobiliare, bensì una decisione di efficiente allocazione del capitale**, potendolo "veramente" impiegare nell'azienda.

Il costo opportunità del capitale immobilizzato

Il principio economico che giustifica il ricorso al SLB è quello del costo opportunità del capitale. **Ogni euro investito in un immobile strumentale è, per definizione, un euro che non può essere destinato ad altri impieghi.** La questione, quindi, non riguarda soltanto il valore dell'immobile, ma il rendimento che quel capitale potrebbe generare se fosse allocato nelle attività che costituiscono il cuore del business.

Da questa prospettiva, **il costo della proprietà immobiliare non coincide semplicemente con il mancato realizzo derivante dalla mancata vendita dell'immobile. Il vero costo è rappresentato dal valore economico che l'impresa rinuncia a creare mantenendo risorse finanziarie immobilizzate in un asset il cui rendimento, diretto o indiretto, può risultare inferiore rispetto a quello ottenibile investendo nel business operativo.**

Per un'impresa in crescita, il capitale liberato attraverso un'operazione di SLB può essere destinato a iniziative in grado di accrescere la competitività: investimenti in nuovi impianti e tecnologie, automazione, efficientamento energetico, digitalizzazione, sviluppo commerciale, acquisizioni, espansione internazionale, rafforzamento del capitale circolante, riduzione dell'indebitamento più oneroso o sostegno ai processi di ricambio generazionale e di managerializzazione.

Per questa ragione, **il SLB esprime il proprio potenziale quando si inserisce all'interno di un piano industriale credibile e di una chiara strategia di crescita.** Se la liquidità ottenuta viene semplicemente utilizzata per fronteggiare tensioni finanziarie ricorrenti o coprire perdite operative strutturali, l'operazione rischia di produrre un beneficio solo temporaneo, senza incidere sulle cause che hanno determinato il fabbisogno di risorse.

Un semplice esempio numerico consente di cogliere con immediatezza il significato del costo opportunità del capitale e di comprendere come, in determinate circostanze, la riallocazione delle risorse possa generare un valore economico superiore rispetto al mantenimento della proprietà dell'immobile.

Voce	Importo
Valore di mercato dell'immobile	€10.000.000
Canone annuo di mercato (EBITDA assorbito)	€800.000
Rendimento immobiliare/costo implicito	8%

Impiego alternativo	Capitale investito	EBITDA incrementale	Rendimento
Nuova linea produttiva	€5.000.000	€900.000	18%
Acquisizione	€8.000.000	€1.200.000	15%
Automazione impianto	€4.000.000	€800.000	20%
Espansione estera	€6.000.000	€900.000	15%

Confronto con le alternative di capitale

Le diverse fonti di finanziamento non sono equivalenti: ciascuna produce effetti specifici sulla struttura economica, finanziaria e proprietaria dell'impresa.

L'autofinanziamento rappresenta, in linea generale, la forma di finanziamento meno invasiva, poiché consente di sostenere la crescita facendo leva sulle risorse generate dall'attività aziendale. Tuttavia, i flussi di cassa disponibili possono rivelarsi insufficienti oppure essere prodotti con tempi non coerenti rispetto alla velocità richiesta dalle opportunità di investimento.

Anche l'apporto di nuovo capitale da parte dei soci rafforza la struttura patrimoniale senza incrementare l'indebitamento. Nelle imprese familiari, però, questa soluzione può determinare un'eccessiva concentrazione del rischio patrimoniale in capo agli stessi azionisti e risultare di non semplice attuazione, alla luce delle dinamiche che spesso caratterizzano la compagine familiare.

Il credito bancario continua a rappresentare una fonte di finanziamento fondamentale per il tessuto imprenditoriale italiano. La capacità di accesso al debito, tuttavia, non è illimitata: **un aumento dell'indebitamento può ridurre la flessibilità finanziaria dell'impresa, accrescerne il profilo di rischio percepito e limitare la possibilità di reperire ulteriori risorse** per sostenere investimenti futuri. Analogamente, l'utilizzo di capitale di fondi di private debt, sebbene possa creare valore per operazioni di acquisizione con un breve orizzonte temporale, è troppo oneroso per il fabbisogno finanziario di lungo termine.

Il ricorso al **private equity** può costituire una scelta efficace quando l'imprenditore ricerca non solo capitali, ma anche competenze manageriali e un partner in grado di accompagnare i processi di crescita. Tale soluzione comporta però la **diluizione della partecipazione proprietaria, la condivisione della governance e l'ingresso di un investitore caratterizzato, per definizione, da un orizzonte temporale di disinvestimento.**

In questo contesto, **il SLB rappresenta un'alternativa con caratteristiche distintive: consente di trasformare in liquidità il valore di asset già presenti nel patrimonio aziendale, migliorando la struttura finanziaria senza modificare l'assetto proprietario dell'impresa** e preservandone la continuità operativa.

SLB e fondi di Private Equity

Il rapporto tra SLB e Private Equity è spesso sottovalutato, nonostante le potenziali sinergie tra i due strumenti. Nella maggior parte dei casi, infatti, **i fondi di Private Equity concentrano la propria attenzione sul business operativo dell'impresa**: la capacità di generare margini e flussi di cassa, le prospettive di crescita, la qualità del management, il posizionamento competitivo e le opportunità di valorizzazione al momento dell'exit. Gli immobili strumentali, pur rappresentando un elemento di valore patrimoniale, raramente costituiscono il principale oggetto dell'investimento e, salvo situazioni particolari, non rientrano tra gli asset sui quali il fondo intende allocare capitale. Sovente, infatti, si richiede all'imprenditore di mantenere la proprietà degli immobili per consentire l'entrata del fondo. Il costo del capitale dei fondi di Private Equity, cioè l'obiettivo di rendimento promesso ai sottoscrittori, è decisamente superiore ai rendimenti degli immobili, con una conseguente sottovalutazione degli stessi. In altre parole, **i multipli a cui vengono valutati gli immobili dai fondi di Private Equity sono inferiori rispetto a quelli cui vengono valutati da investitori immobiliari specializzati**.

In questa prospettiva, **un'operazione di SLB realizzata prima dell'ingresso di un investitore istituzionale può contribuire a rendere l'impresa più leggibile e maggiormente focalizzata sul proprio core business**. La separazione tra patrimonio immobiliare e attività operativa consente infatti di presentare l'azienda come una piattaforma industriale più "asset-light", nella quale la creazione di valore risulta chiaramente riconducibile alla capacità competitiva dell'impresa e non al valore degli immobili detenuti. Ne deriva una equity story più lineare, costruita attorno ai driver che maggiormente orientano le decisioni di investimento dei fondi: prodotti, mercati, redditività, generazione di cassa e potenziale di crescita.

Struttura contrattuale e principali elementi da negoziare

Un'operazione di SLB in ambito industriale non può essere interpretata come una semplice compravendita immobiliare. Si tratta, a tutti gli effetti, di una **decisione di finanza strategica che incide sulla struttura finanziaria dell'impresa e ne condiziona la capacità operativa nel medio-lungo periodo**.

Per questo motivo, **la configurazione del contratto di locazione assume un'importanza cruciale**. La durata deve essere coerente con l'orizzonte temporale degli investimenti industriali e con il ciclo di vita degli asset produttivi, mentre il livello del canone deve risultare sostenibile non solo alla luce dell'EBITDA corrente, ma anche delle prospettive reddituali, dei margini tipici del settore, della volatilità del business e della capacità dell'impresa di assorbire eventuali fasi congiunturali sfavorevoli.

La stessa attenzione deve essere riservata agli aspetti contrattuali che influenzano la gestione operativa dello stabilimento. La possibilità di modificare i layout produttivi, installare nuovi impianti, realizzare interventi di ampliamento o adeguamento normativo e mantenere la necessaria flessibilità tecnica rappresenta un elemento essenziale per evitare che il contratto immobiliare diventi un vincolo allo sviluppo industriale. Analogamente, clausole quali le opzioni di riacquisto, i meccanismi di indicizzazione dei canoni e la ripartizione delle responsabilità manutentive, come avviene nei contratti triple net, devono essere valutate non soltanto sotto il profilo giuridico, ma soprattutto per i loro effetti economici, finanziari e strategici nel lungo periodo.

■ Gli investitori: scegliere il partner giusto

La riuscita di un'operazione di SLB non dipende esclusivamente dalla qualità dell'immobile o dalla struttura contrattuale, ma anche dalla scelta dell'investitore, che di fatto diventa un partner di lungo termine. Non tutti gli operatori immobiliari perseguono infatti le stesse strategie né presentano il medesimo profilo di rischio-rendimento. Individuare il partner più adatto significa massimizzare la competitività del processo e ottenere condizioni economiche e contrattuali maggiormente coerenti con le esigenze dell'impresa.

Negli ultimi anni il mercato è stato caratterizzato dalla crescente presenza di investitori istituzionali specializzati quali fondi immobiliari, compagnie assicurative, fondi pensione e asset manager internazionali.

Le difficoltà generate dal *remote working* nel segmento degli uffici e dall'e-commerce in quello retail hanno spinto gli investitori a orientarsi verso immobili strategici per le imprese utilizzatrici, che difficilmente possono essere dismessi o abbandonati. Nell'agosto 2026, Goldman Sachs ha raggiunto un accordo per l'acquisizione di LCN Capital Partners, società di investimento immobiliare specializzata proprio in operazioni di SLB e contratti di locazione triple net.

Si tratta di operatori che ricercano investimenti in grado di generare flussi di cassa stabili e prevedibili attraverso contratti di locazione di lungo periodo con imprese solide. Molti di questi investitori sono esteri e adottano processi decisionali, criteri di valutazione e modalità di negoziazione differenti rispetto agli operatori domestici. Per questo motivo **è fondamentale presentare l'operazione con un approccio professionale, predisponendo una documentazione chiara e una equity story credibile** che valorizzi non solo l'immobile, ma soprattutto la qualità del conduttore e del business industriale.

Le dimensioni dell'operazione rappresentano un ulteriore elemento determinante. Sebbene il mercato realizzi anche operazioni di importo inferiore, **la maggior parte degli investitori istituzionali concentra il proprio interesse su transazioni con un valore indicativamente non inferiore a 15 milioni di euro**, soglia oltre la quale aumenta il numero dei potenziali investitori e cresce la concorrenza tra gli stessi. Più in generale, operazioni di dimensioni maggiori consentono generalmente di ottenere condizioni economiche più favorevoli e una maggiore flessibilità nella negoziazione degli aspetti contrattuali.

■ Il mercato del SLB

Negli ultimi anni il mercato immobiliare europeo del SLB ha registrato una crescita significativa, sostenuta dalla ricerca di capitale da parte delle imprese e dall'interesse degli investitori istituzionali verso immobili in grado di generare redditi stabili nel lungo periodo. Parallelamente, è cambiata anche la tipologia di immobili maggiormente ricercati.

Se in passato gli investimenti erano prevalentemente orientati verso uffici e immobili commerciali, oggi l'attenzione si è progressivamente spostata verso il comparto light industrial, la logistica e gli immobili produttivi. Lo sviluppo dell'e-commerce, la riorganizzazione delle catene di fornitura, i processi di reshoring e, per il comparto direzionale, gli effetti dello smart working hanno modificato le preferenze

degli investitori, rendendo gli immobili industriali uno dei segmenti più dinamici del mercato. Anche in Italia il numero delle operazioni è cresciuto, coinvolgendo sia grandi gruppi industriali sia imprese di dimensioni intermedie. Accanto a transazioni di importo elevato, concluse da società quotate o partecipate da fondi di investimento, si osserva un numero crescente di operazioni realizzate da PMI manifatturiere, spesso finalizzate a sostenere programmi di crescita, acquisizioni o processi di riorganizzazione finanziaria. **Il SLB si conferma così uno strumento sempre meno riservato ai grandi operatori e sempre più accessibile anche alle imprese di medie dimensioni**, purché caratterizzate da immobili di qualità, fondamentali economici solidi e un progetto industriale credibile.

Solamente negli ultimi cinque anni in Italia sono state rese pubbliche 17 operazioni di SLB, relative a settori molto diversi, tra cui la logistica, l'alberghiero, l'industriale e il commerciale, con **valori degli immobili e dei portafogli compresi tra €10 e €280 milioni**. Tra le aziende più note che hanno fatto ricorso a questo strumento figurano Tecnomat (Adeo Group), Fedrigoni Group, Club del Sole e Zucchi.

Un esempio di SLB nel settore della grande distribuzione è rappresentato dall'acquisizione, da parte di Tikehau Capital, di un portafoglio di cinque immobili di proprietà di UniCoop Tirreno, per un valore complessivo di circa €37 milioni. Contestualmente alla cessione, gli immobili sono stati locati a UniCoop Tirreno mediante contratti triple net (con IMU, manutenzione straordinaria e assicurazione a carico del conduttore) della durata di 24 anni, con canoni indicizzati all'inflazione. L'operazione evidenzia come anche investitori immobiliari non esclusivamente specializzati nel SLB, ma attivi in diversi settori e con differenti strategie di rischio, possano ricorrere a questo strumento per acquisire immobili strategici caratterizzati da flussi reddituali di lungo periodo.

Profili contabili: IFRS 16 e principi contabili nazionali

Per le imprese che adottano gli IFRS, **il trattamento contabile delle operazioni di SLB richiede un'attenta applicazione dell'IFRS 16, il cui punto di partenza è la verifica dell'effettiva esistenza di una vendita**. Tale valutazione deve essere effettuata sulla base dei criteri previsti dall'IFRS 15, accertando che il controllo dell'immobile sia stato realmente trasferito all'acquirente.

Qualora tali condizioni non siano soddisfatte, l'operazione non viene contabilmente qualificata come una vendita, bensì come una forma di finanziamento garantita dall'immobile. Se, al contrario, il trasferimento rispetta i requisiti previsti dall'IFRS 15, il venditore-conduttore rileva un'attività per diritto d'uso (*right-of-use asset*) e la corrispondente passività per il canone di locazione, mentre l'eventuale plusvalenza è riconosciuta esclusivamente nella misura riferibile ai diritti effettivamente trasferiti al compratore.

Per le imprese che redigono il bilancio secondo i principi contabili nazionali italiani (OIC), il trattamento contabile richiede un'analisi delle specifiche caratteristiche dell'operazione. La prassi contabile e parte della dottrina richiamano l'OIC 12, secondo cui la plusvalenza può essere iscritta tra i risconti passivi e imputata progressivamente a conto economico lungo la durata del contratto, in coerenza con il principio della competenza economica.

È molto importante osservare, tuttavia, che **il trattamento contabile non modifica la sostanza economica dell'operazione né la sua logica industriale, ma incide in modo significativo sulla**

rappresentazione delle performance aziendali e degli equilibri finanziari. Per questo motivo, gli effetti del SLB dovrebbero essere valutati non solo sotto il profilo civilistico e contabile, ma anche con riferimento agli indicatori utilizzati dagli stakeholder finanziari, quali EBITDA, posizione finanziaria netta *adjusted*, *covenant* e metriche di reporting destinate a banche, investitori e potenziali partner finanziari.

I principali rischi da valutare e gestire

Prima di realizzare un'operazione di SLB, l'impresa deve valutarne attentamente anche i potenziali svantaggi.

Il primo riguarda la parziale perdita di flessibilità operativa conseguente alla cessione della proprietà dell'immobile. Sebbene le condizioni contrattuali possano essere negoziate, il contratto di locazione può introdurre limitazioni relative all'utilizzo del bene, alla realizzazione di interventi e modifiche, nonché alla possibilità di concedere gli spazi in sublocazione o di trasferire il contratto qualora l'immobile non sia più necessario per l'attività aziendale.

Un ulteriore elemento di attenzione riguarda la situazione al termine del periodo di locazione. Qualora l'impresa non riesca a ottenere il rinnovo a condizioni economicamente sostenibili, potrebbe essere costretta a trasferire la propria attività. Il rischio assume particolare rilevanza quando l'immobile svolge una funzione essenziale, come nel caso di una sede principale, di uno stabilimento produttivo o di una piattaforma logistica. Per mitigarlo, è possibile prevedere clausole di rinnovo, opzioni di proroga o, in alcuni casi, diritti di riacquisto. Questi ultimi devono tuttavia essere strutturati con particolare attenzione, poiché potrebbero incidere sulla qualificazione contabile dell'operazione e sul relativo trattamento in bilancio. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, il rischio di mancato rinnovo è più teorico che concreto. L'acquirente è infatti generalmente un investitore immobiliare interessato alla continuità dei flussi reddituali generati dall'immobile e, pertanto, al mantenimento del rapporto con il conduttore. La cessazione del contratto lo esporrebbe al rischio di sfritto, ai costi di ricerca di un nuovo utilizzatore e, soprattutto nel caso di immobili specialistici o situati in mercati secondari, a tempi di rilocazione potenzialmente lunghi. **Gli interessi delle parti risultano quindi normalmente allineati rispetto alla prosecuzione del rapporto**, ferma restando la necessità di definire fin dall'origine condizioni di rinnovo chiare ed economicamente sostenibili.

Con la cessione dell'immobile, inoltre, l'impresa rinuncia a beneficiare dell'eventuale incremento futuro del suo valore. Tale rinuncia non deve tuttavia essere necessariamente considerata uno svantaggio rilevante in ogni circostanza. Soprattutto nel caso di immobili produttivi o logistici situati al di fuori delle principali aree urbane, l'eventuale apprezzamento del valore del terreno può essere inferiore alla perdita di valore dell'edificio determinata dalla sua senescenza e dall'obsolescenza fisica, funzionale e tecnologica. Il mantenimento della proprietà espone infatti l'impresa anche ai costi necessari per conservare nel tempo la competitività dell'immobile, adeguandolo all'evoluzione dei processi produttivi, della normativa e degli standard energetici e ambientali. **La rinuncia a un possibile incremento futuro del valore deve quindi essere valutata al netto del deprezzamento dell'edificio e degli investimenti necessari per contrastarlo.**

Al tempo stesso, con la sottoscrizione del contratto di locazione, l'impresa assume l'obbligo di corrispondere il canone per l'intera durata contrattuale. Tale impegno può rappresentare un elemento

di rigidità nei periodi caratterizzati da una riduzione dei flussi di cassa o da condizioni economiche sfavorevoli. Il rischio può essere ulteriormente accentuato dalla presenza di meccanismi di indicizzazione all'inflazione, che determinano una crescita progressiva dei canoni.

L'operazione può anche comportare un rischio reputazionale. In assenza di una comunicazione adeguata, gli stakeholder potrebbero interpretare la vendita dell'immobile come il segnale di una situazione di difficoltà finanziaria o come una scelta finalizzata esclusivamente a sostenere la liquidità nel breve periodo. Il ricorso al SLB può essere percepito dal mercato come un indicatore di urgente necessità di capitale. Per questa ragione, **è importante che l'operazione sia inserita in una strategia finanziaria chiaramente definita** e che le risorse liberate siano destinate a investimenti, acquisizioni, riduzione del debito o altri impieghi coerenti con gli obiettivi di lungo periodo dell'impresa.

Anche gli aspetti fiscali devono essere valutati in funzione della normativa applicabile. Gli effetti del SLB possono infatti variare significativamente tra le diverse giurisdizioni: in alcuni Paesi il canone di locazione continua a essere interamente deducibile, mentre in altri l'introduzione dell'IFRS 16 ha determinato un allineamento della disciplina fiscale al trattamento contabile, limitando la deducibilità agli ammortamenti del diritto d'uso e agli interessi passivi, questi ultimi entro le soglie previste dalla normativa.

La valutazione di un'operazione di SLB non può pertanto limitarsi al confronto tra il prezzo di vendita e il valore contabile dell'immobile o alla sola quantificazione della liquidità ottenibile. È necessario considerare congiuntamente gli effetti sulla struttura finanziaria, sulla capacità di indebitamento e sui principali indicatori economico-finanziari, oltre alle conseguenze fiscali, contabili e contrattuali. Particolare attenzione deve essere riservata alla durata della locazione, ai meccanismi di indicizzazione dei canoni, alle garanzie richieste, alle clausole di rinnovo, recesso e sublocazione, nonché alle eventuali opzioni di riacquisto.

La convenienza dell'operazione dipende quindi non solamente dalla valorizzazione dell'immobile, ma anche dalla coerenza dell'intera struttura con il piano industriale e finanziario dell'impresa. Le diverse componenti devono essere analizzate in modo coordinato fin dalle fasi iniziali, poiché una soluzione efficace sotto il profilo finanziario può produrre conseguenze fiscali o vincoli contrattuali non immediatamente evidenti. Una corretta strutturazione richiede pertanto competenze integrate di corporate finance, fiscalità e diritto, necessarie per individuare il punto di equilibrio tra liquidità ottenuta, flessibilità operativa e sostenibilità degli impegni di lungo periodo.

In conclusione, se adeguatamente strutturato e inserito in una strategia coerente di allocazione del capitale, il SLB continua a rappresentare uno strumento efficace per liberare risorse, finanziare la crescita e migliorare la struttura finanziaria dell'impresa.

Quando il SLB non crea valore

Come ogni strumento di finanza aziendale, anche **il SLB non rappresenta una soluzione universale.** La sua efficacia dipende dalle caratteristiche dell'impresa, dagli obiettivi perseguiti e, soprattutto, dall'utilizzo che verrà fatto della liquidità generata. Presentarlo come una risposta valida in ogni circostanza sarebbe fuorviante.

Vi sono situazioni nelle quali l'operazione può risultare poco opportuna o addirittura controproducente. È il caso delle imprese prive di un chiaro piano di investimento per il capitale liberato, di quelle che intendono utilizzare la liquidità esclusivamente per finanziare perdite operative strutturali o di contesti nei quali il canone di locazione non risulta sostenibile rispetto alla capacità prospettica di generare cassa. Analogamente, particolare cautela è richiesta quando l'immobile presenta un'elevata specificità produttiva e il contratto di locazione non offre adeguate garanzie di continuità operativa nel lungo periodo.

In termini economici, il principio di valutazione è relativamente semplice: la cessione dell'immobile ha senso soltanto se il capitale liberato è in grado di generare un rendimento superiore al costo opportunità derivante dalla rinuncia alla proprietà dell'asset. In altre parole, **il valore dell'operazione non dipende dalla vendita dell'immobile in sé, ma dalla qualità degli investimenti che essa rende possibili.**

Non sorprende che il SLB sia spesso accompagnato da alcune obiezioni ricorrenti.

La prima riguarda la perdita della proprietà dell'immobile. In realtà, un contratto di locazione di lungo periodo, correttamente strutturato, consente all'impresa di mantenere la piena disponibilità operativa dell'immobile pur rinunciando alla sua titolarità giuridica. Dal punto di vista industriale, ciò che conta è la continuità nell'utilizzo dell'asset, più che la sua proprietà formale.

Una seconda obiezione riguarda il pagamento del canone, talvolta percepito come un costo improduttivo. Da un punto di vista finanziario, tuttavia, il canone rappresenta il corrispettivo per l'utilizzo di capitale messo a disposizione da terzi. Se la liquidità ottenuta viene investita in attività capaci di produrre un rendimento superiore al costo complessivo dell'operazione, il SLB può contribuire alla creazione di valore.

Infine, viene spesso osservato che il finanziamento bancario presenta un costo nominale inferiore. In molti casi l'affermazione è corretta. Tuttavia, **il confronto non dovrebbe limitarsi al solo tasso di interesse.** Il credito bancario comporta infatti limiti di affidamento, covenant, assorbimento della capacità di indebitamento e rischio di rifinanziamento. In questa prospettiva, il SLB non si configura necessariamente come un'alternativa al debito bancario, bensì come uno strumento complementare che può contribuire a diversificare le fonti di finanziamento e a preservare capacità di credito per esigenze future. Inoltre, riducendo la leva finanziaria, consente anche di ridurre il costo del debito.

La qualità dell'esecuzione: dove si crea il valore

La reale sfida di un'operazione di SLB non consiste nel vendere un immobile, ma nel trasformare un patrimonio immobilizzato in una leva di crescita per l'impresa. Per questa ragione, la creazione di valore non dipende soltanto dalla qualità dell'immobile e dell'azienda, ma anche dalla capacità di individuare gli investitori più adatti, strutturare correttamente il contratto di locazione, preservare la flessibilità operativa e allineare l'operazione agli obiettivi industriali e finanziari dell'azienda.

In un mercato caratterizzato da investitori istituzionali con strategie, criteri e obiettivi differenti, l'esito dell'operazione può variare significativamente in funzione della qualità della sua impostazione e della sua esecuzione. La selezione delle controparti, il posizionamento dell'opportunità, **la costruzione di**

un processo competitivo e la negoziazione del corretto equilibrio tra prezzo, canone e condizioni contrattuali richiedono una conoscenza approfondita del mercato e delle sue dinamiche.

Per affrontare efficacemente questa complessità è quindi determinante il supporto di un advisor che combini esperienza nel mercato immobiliare, relazioni consolidate con gli investitori istituzionali e solide competenze di corporate finance. Solo una visione integrata dell'immobile, dell'impresa e della struttura finanziaria consente di **massimizzare il capitale liberato senza compromettere la sostenibilità degli impegni assunti** e la flessibilità industriale nel lungo periodo.

Un SLB ben progettato non deve essere valutato in funzione del solo prezzo ottenuto per l'immobile, ma in relazione agli obiettivi strategici che consente di realizzare: crescita per linee esterne, investimenti produttivi, rafforzamento patrimoniale, ottimizzazione della struttura finanziaria o passaggio generazionale.

| Conclusioni

Il SLB non è una semplice operazione immobiliare, ma una decisione strategica di allocazione del capitale. Per molte imprese industriali, l'immobile è core dal punto di vista operativo, perché necessario alla continuità produttiva, ma non necessariamente dal punto di vista finanziario. L'impresa ha bisogno di utilizzarlo stabilmente, non sempre di possederlo.

Quando l'azienda dispone di immobili strumentali di valore, di un piano di crescita credibile e di opportunità di investimento nel proprio business, il SLB merita di essere valutato come una leva di corporate finance. La decisione non può tuttavia basarsi soltanto sul prezzo ottenibile dalla vendita. Occorre costruire un business plan che confronti scenari alternativi e misuri se, dopo il canone, gli effetti fiscali e contabili e gli altri costi dell'operazione, il capitale liberato sia effettivamente in grado di generare un rendimento superiore e di rafforzare la struttura finanziaria dell'impresa.

La qualità dell'esecuzione diventa quindi parte integrante della creazione di valore. La conoscenza del mercato immobiliare e degli investitori istituzionali consente di individuare i soggetti realmente interessati alla specifica tipologia di immobile, alla dimensione dell'operazione e al profilo di rischio del conduttore. Il coinvolgimento delle controparti più adatte e la costruzione di un processo competitivo permettono di verificare la congruità delle valorizzazioni proposte e di negoziare con maggiore efficacia non solo il prezzo, ma anche il livello del canone, la sua indicizzazione e le condizioni del contratto di locazione.

Altrettanto importante **è presentare l'operazione attraverso uno storytelling credibile agli occhi degli investitori**. L'immobile deve essere illustrato insieme alla qualità dell'impresa che lo utilizza, alla solidità del business, alla sostenibilità prospettica del canone e alla destinazione del capitale raccolto. Una documentazione finanziaria strutturata e coerente con il piano industriale riduce le asimmetrie informative, rende l'operazione più leggibile e rafforza il posizionamento negoziale dell'impresa.

In questo percorso, **il contributo di Andersen consiste nel collegare dimensione immobiliare e finanza aziendale: valutare preventivamente la convenienza dell'operazione, costruire e confrontare gli scenari, selezionare gli investitori, organizzare il processo**, supportare la definizione della narrativa finanziaria e negoziare il corretto equilibrio tra prezzo, canone e flessibilità

contrattuale. È questa visione integrata dell'immobile, dell'impresa e della struttura finanziaria, affiancata a una forte conoscenza del mercato immobiliare e degli investitori, che consente di massimizzare il capitale liberato senza compromettere la sostenibilità degli impegni assunti e la continuità operativa nel lungo periodo.

In definitiva, **la domanda che il management e l'imprenditore dovrebbero porsi non è se sia preferibile possedere o prendere in locazione l'immobile, ma dove il capitale dell'azienda possa produrre il maggiore valore. Gli immobili proteggono il passato, mentre il capitale investito bene costruisce il futuro. La differenza, tuttavia, non risiede soltanto nella scelta di realizzare un SLB, ma nella capacità di strutturarli ed eseguirli correttamente.**

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



Ti potrebbe interessare ...

Quarterly Market Update & Corporate Finance Topics - giugno 2026

Scenari macroeconomici, transizione energetica e finanza sostenibile.

[Leggi l'approfondimento](#)

Quarterly Market Update & Corporate Finance Topics - marzo 2026

Scenari macroeconomici e valutazione d'impresa nelle situazioni di crisi.

[Leggi l'approfondimento](#)