

Giugno 2025

L'evoluzione dell'architettura del credito istituzionale

Strategie di adattamento di investitori ed emittenti ai mutamenti strutturali che plasmeranno il nuovo paradigma del credito



Anders Persson

*Chief Investment Officer,
Head of Fixed Income*

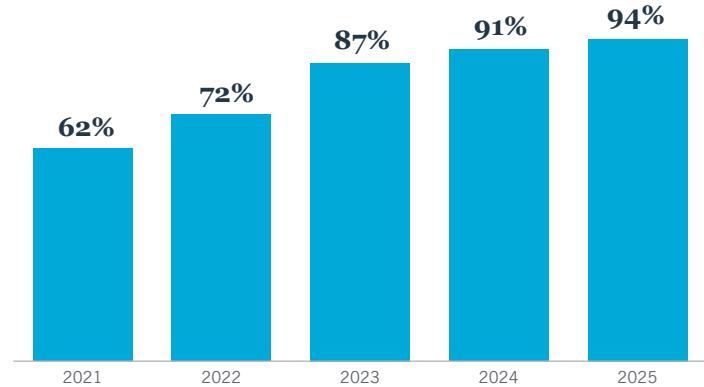
Lo scenario post-pandemico ha radicalmente ridefinito l'ecosistema del credito. La confluenza di fattori determinanti - quali l'inasprimento delle politiche monetarie, il crescente dinamismo dei mercati privati e il perdurare dell'instabilità macroeconomica e geopolitica - ha profondamente trasformato il paradigma di riferimento per gli investitori istituzionali.

Attualmente, una percentuale significativa pari al 95% degli investitori istituzionali annovera il private credit nei propri portafogli, con una tendenza in costante espansione. Parallelamente, come emerge dall'indagine EQuilibrium di Nuveen, si registra un rinnovato interesse strategico verso i mercati obbligazionari pubblici.

Le tradizionali demarcazioni tra credito pubblico e privato stanno progressivamente sfumando, con gli investitori più sofisticati che hanno abbandonato l'approccio compartmentale nella valutazione

di questi mercati. Questa evoluzione rispecchia trasformazioni strutturali più profonde nel panorama finanziario globale. Nell'ultimo quarto di secolo, l'erogazione del credito alle imprese ha subito una significativa migrazione dal sistema bancario tradizionale verso gli istituti non bancari e gli operatori privati. Le riforme regolamentari e i vincoli patrimoniali hanno catalizzato questa transizione, stimolando l'innovazione nelle strutture di credito, sia pubbliche sia private. Per cogliere appieno le opportunità offerte da questo nuovo scenario, gli operatori del mercato creditizio sono chiamati a superare i confini convenzionali, adottando un approccio integrato e dinamico alla gestione delle opportunità d'investimento.

Figura 1: Percentuale di investitori istituzionali che investono nel credito privato (%)



Fonte: 2025 Nuveen EQuilibrium Survey

DOCUMENTO CONTENENTE OPINIONI. SI VEDANO LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

PRIVO DI ASSICURAZIONE FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | POSSIBILE PERDITA DI VALORE

IL RIPOSIZIONAMENTO STRATEGICO DEL CREDITO PUBBLICO NEI PORTAFOGLI ISTITUZIONALI

Dopo una fase di minore centralità rispetto ai mercati privati, il credito pubblico sta riacquisendo una rinnovata rilevanza strategica. In uno scenario caratterizzato da un regime di tassi più elevati e da una crescente frammentazione delle opportunità di mercato, gli investitori istituzionali stanno rivalutando i benefici distintivi della liquidità, della flessibilità operativa e della gestione attiva del portafoglio.

I rendimenti del credito pubblico si sono consolidati su livelli significativamente superiori alle medie storiche di lungo termine, in seguito al picco inflazionistico del biennio 2022-2023 e ai conseguenti interventi restrittivi delle politiche monetarie da parte della Federal Reserve e delle banche centrali europea, britannica e giapponese. Al termine del primo trimestre

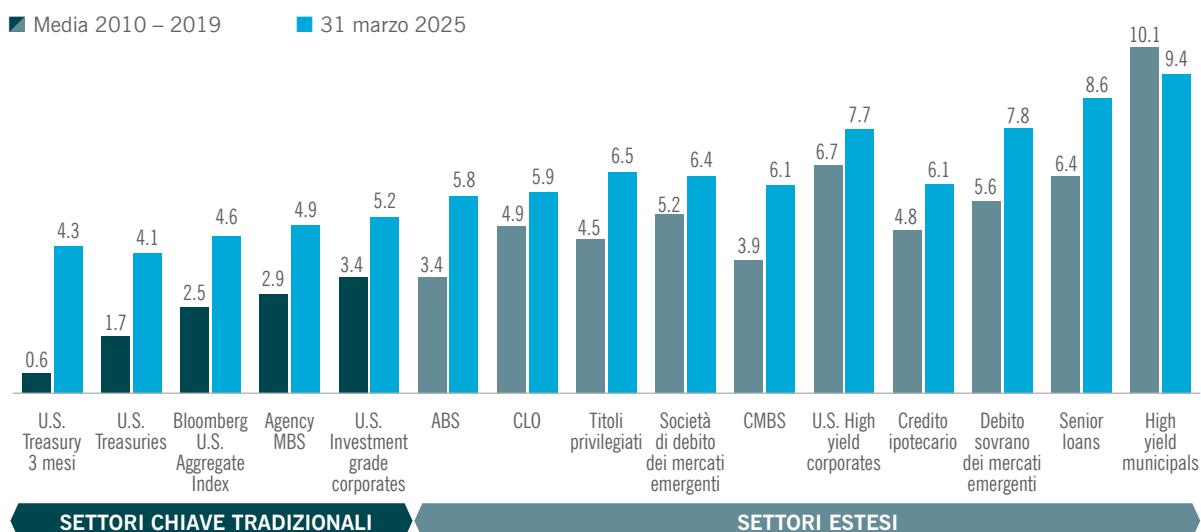
2025, l'yield to worst dell'indice Bloomberg U.S. Aggregate si attestava al 4,6%, in netto contrasto con la media del 2,5% registrata nel decennio 2010-2019¹. La Bank of Japan ha innalzato i tassi di riferimento ai massimi degli ultimi 17 anni nel gennaio 2025².

Questo riallineamento strutturale sta catalizzando un rinnovato interesse strategico verso il credito pubblico. Dall'indagine Equilibrium emerge che circa il 50% degli investitori interpellati prospetta un incremento delle allocazioni nei mercati del reddito fisso pubblico nel biennio successivo. Gli investitori, che precedentemente privilegiavano il credito privato come fonte primaria di rendimento, stanno ora riconoscendo il potenziale dei mercati pubblici di generare rendimenti competitivi, beneficiando al contempo dei vantaggi intrinseci in termini di liquidità e trasparenza. Il credito pubblico si sta quindi riaffermando come opzione strategica per gli investitori istituzionali intenti a ricalibrare le proprie esposizioni nel reddito fisso, senza compromettere le aspettative di rendimento.

Parallelamente, si osserva una convergenza nell'approccio di emittenti, intermediari finanziari e gestori patrimoniali, che tendono sempre più a considerare il credito pubblico e privato come asset class complementari. Gli emittenti, nell'ottica di

Figura 2: Il rialzo dei tassi di riferimento ha potenziato le prospettive di rendimento in tutti i settori

Rendimento minimo garantito (yield to worst) per comparto obbligazionario (%)



Fonti dei dati: BofA, Bloomberg LP, JPMorgan, al 31 marzo 2025. Indici rappresentativi: **Treasury a 3 mesi**: U.S. Treasury 3-Month Yield; **U.S. Treasuries**: Bloomberg U.S. Treasury Index; **Agency mortgage-backed securities (MBS)**: Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities Index; **Investment grade corporates**: Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index; **Asset-backed securities (ABS)**: ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate ABS Index; **Collateralized Loan Obligations (CLO)**: JPM CLO A Rated Index; **Titoli privilegiati**: ICE BofA U.S. All Capital Securities Index; **Emerging market debt corporates**: JPM CEMBI Diversified Index; **Commercial mortgage-backed securities (CMBS)**: ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate CMBS Index; **High yield corporates**: Bloomberg U.S. Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index; **Mortgage credit**: ICE BofA AA-BBB Home Equity Index; **Società di debito dei mercati emergenti**: JPM EMBI Global Diversified Index; **Senior loans**: S&P UBS Leveraged Loan Index; **High yield municipals**: Bloomberg Municipal High Yield Bond Index (rendimento equivalente a un'aliquota fiscale del 40,8%). I dati di rendimento indicati rappresentano la performance passata e non predicono o garantiscono i risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

ottimizzare l'execution, valutano sistematicamente in modo coordinato entrambi i mercati (come approfondito nella sezione "Execution agile in un contesto unificato"); contestualmente, i gestori patrimoniali stanno riorganizzando le proprie strutture per implementare un approccio più olistico nella valutazione delle opportunità. Questa evoluzione sta promuovendo un nuovo paradigma decisionale, in cui le esposizioni vengono valutate sulla base del loro valore intrinseco e della coerenza con gli obiettivi di portafoglio, superando le tradizionali categorizzazioni.

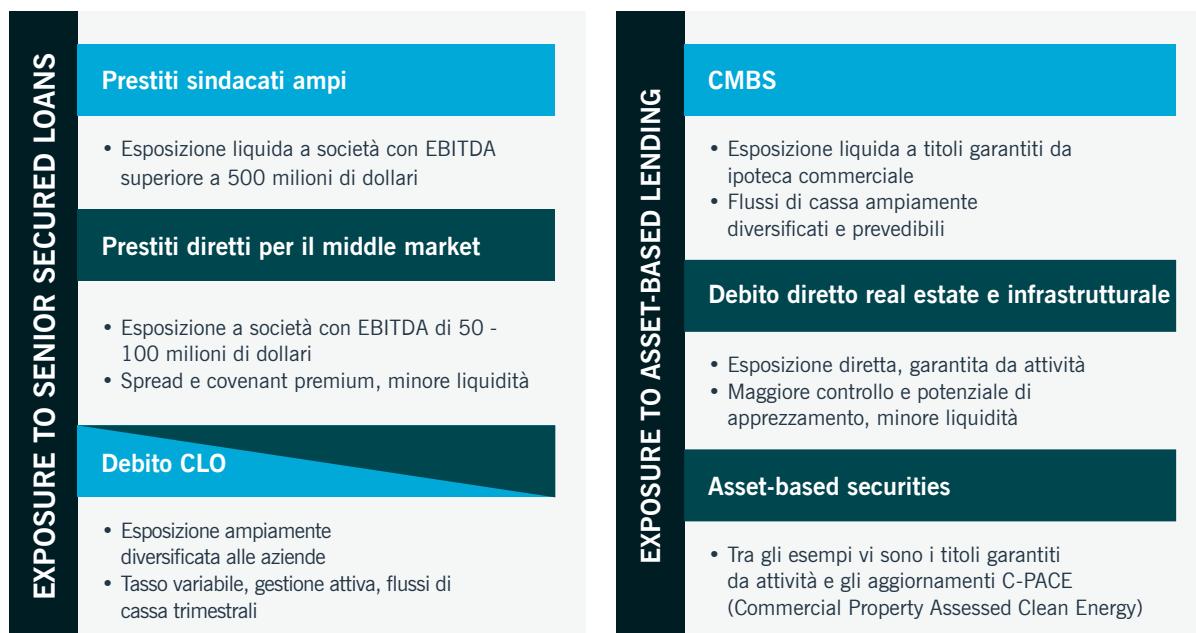
APPROCCIO OLISTICO ALLA COSTRUZIONE DI PORTAFOGLI CREDITIZI

Gli investitori stanno evolvendo verso strategie più dinamiche nell'ambito del credito, ottimizzando le allocazioni tra

settori e profili di liquidità nella ricerca di valore relativo e di rendimenti corretti per il rischio più efficienti.

La capacità degli investitori istituzionali di diversificare l'esposizione creditizia trascende la mera modulazione di duration, rating, aree geografiche e settori. L'obiettivo è conseguire un equilibrio ottimale tra attività liquide e illiquide per una gestione strategica della liquidità, combinando esposizioni a tasso fisso e variabile per la mitigazione dei rischi macroeconomici, e selezionando strutture creditizie - quali prestiti sindacati di ampia portata, Collateralized Loan Obligations (CLO), direct lending e private credit investment grade - sulla base di valutazioni di valore relativo e di efficienza esecutiva. Come illustrato nella Figura 3, gli investitori dispongono di un articolato ventaglio di opzioni per costruire esposizioni su prestiti senior garantiti e asset-based.

Figura 3: Strategie diversificate di accesso ai mercati pubblici e privati



La vivacità del settore del private credit presenta molteplici opportunità d'investimento di interesse strategico, articolate tra direct lending, finanziamenti on-balance sheet, strategie di credito distressed e soluzioni strutturate su misura”

– U.S. Public Pension, Director of Investments,
2025 EQuilibrium Survey

Questo approccio olistico sta permeando ulteriori segmenti del mercato creditizio. I collocamenti privati investment grade, un tempo considerati una nicchia del credito alternativo, si sono evoluti in una componente fondamentale dell'architettura creditizia contemporanea, offrendo alternative private caratterizzate da potenziali premi di rendimento, soluzioni personalizzate e tutele contrattuali rafforzate. Il mercato del debito privato ha raggiunto una dimensione complessiva di circa 2.000 miliardi di dollari³ nell'ambito del credito alternativo, testimoniano come la tradizionale dicotomia tra pubblico e privato stia cedendo il passo a un ecosistema creditizio integrato e orientato alle opportunità.



La progressiva sofisticazione e l'innovazione sistematica stanno plasmando strutture innovative che permettono agli investitori istituzionali mid-market di implementare strategie in segmenti specialistici del credito, preservando la conformità normativa. Questa dinamica evolutiva è destinata ad intensificarsi.”

— U.S. Insurer, Portfolio Manager
2025 EQuilibrium Survey

EVOLUZIONE DEI PARADIGMI DI EROGAZIONE DEL CREDITO

L'architettura degli investimenti creditizi è in costante trasformazione: dalle strutture di implementazione e dai profili di liquidità, fino alle metodologie di deployment e alla scalabilità del capitale. Investitori e gestori patrimoniali accolgono favorevolmente le innovazioni strutturali finalizzate all'ottimizzazione dell'efficienza operativa, all'accelerazione del processo di investimento e al riallineamento delle strategie creditizie con le crescenti esigenze della clientela istituzionale.

L'evoluzione del quadro regolamentare sta ridefinendo profondamente l'architettura del credito istituzionale. L'implementazione di Basilea III Endgame, Solvency II e ulteriori framework normativi sta inducendo gli istituti bancari e assicurativi a ricalibrare le proprie esposizioni, con particolare attenzione alle asset class illiquid, a basso rating o a duration estesa.

In risposta a questo contesto normativo, le società di gestione patrimoniale stanno sviluppando architetture d'investimento capital-efficient, concepite per consentire agli investitori istituzionali di preservare l'esposizione verso segmenti strategici del mercato creditizio, ottimizzando contestualmente il trattamento prudenziale. Queste innovazioni comprendono rated note feeder, strutture di wrapper con protezione creditizia e veicoli d'investimento semi-liquidi.

Un caso paradigmatico di tale innovazione è rappresentato dal crescente ricorso a strumenti finanziari strutturati, finalizzati a soddisfare le esigenze degli investitori istituzionali in termini di scalabilità degli investimenti e ottimizzazione dell'efficienza patrimoniale. Un esempio significativo è rappresentato da una recente operazione in cui un consorzio di compagnie assicurative ha mobilitato capitale superiore a 1 miliardo di dollari per il Commercial Property Assessed Clean Energy (C-PACE) - un innovativo framework di finanziamento statunitense a sostegno di iniziative di sostenibilità e resilienza nel settore immobiliare commerciale.



L'evoluzione normativa di Solvency UK, attraverso una maggiore flessibilità nei criteri di matching, ha creato nuove opportunità di diversificazione nel private credit, specialmente nei mercati statunitensi dove le caratteristiche di callability costituivano in precedenza un vincolo operativo.”

— U.K. Insurer, Head of Investments and Chief Risk Officer,
2025 EQuilibrium Survey

IMPLEMENTAZIONE DINAMICA IN UN ECOSISTEMA INTEGRATO DEL CREDITO

Per massimizzare il potenziale offerto dall'attuale dinamica dei mercati creditizi, gli operatori stanno evolvendo i propri modelli organizzativi, privilegiando l'agilità decisionale e l'efficacia operativa.

La convergenza tra mercati pubblici e privati sta generando implicazioni strutturali e operative significative nelle dinamiche di origination, nell'asset allocation strategica e nella costruzione del portafoglio. Questo progressivo dissolvimento dei confini tradizionali comporta rilevanti ripercussioni per emittenti, istituti bancari, asset allocator e investitori, i quali stanno ricalibrando i propri modelli operativi e obiettivi strategici in risposta al nuovo paradigma:

- **Strategia di dual-track execution:** gli emittenti adottano sistematicamente un approccio parallelo di valutazione delle opportunità di execution sia nei mercati pubblici sia privati. Questa metodologia dual-track emerge con particolare evidenza nel segmento degli Asset-Backed Securities (ABS), dove gli istituti finanziari stanno progressivamente diversificando le proprie strategie di origination, strutturazione e gestione di pool collaterali diversificati - un ambito storicamente dominato dalle cartolarizzazioni pubbliche. Un case study emblematico è rappresentato dall'operazione Santander Drive Auto Receivables Trust 2024-2, dove Santander ha strutturato un'emissione ibrida, articolata in tranches collocate pubblicamente e quote mantenute in regime privato, per un controvalore complessivo di circa 1,5 miliardi di dollari.
- **Sinergie strategiche banca-gestore:** gli istituti bancari stanno intensificando lo sviluppo di joint venture con gestori specializzati nel private credit, consentendo a questi ultimi un accesso privilegiato al proprio pipeline di origination creditizia, come evidenziato dalla consolidata partnership strategica tra Deutsche Bank e DWS. Parallelamente, il sistema bancario sta evolvendo nell'offerta di soluzioni di finanziamento garantito ai prestatori privati, fornendo fonti di leva finanziaria stabili ed efficienti per le piattaforme di private credit di rilevanti dimensioni.
- **Alleanze strategiche tra asset manager:** le partnership strategiche, come illustrato dalle

collaborazioni tra Capital Group e KKR, o tra State Street e Carlyle, testimoniano una crescente tendenza verso sinergie su vasta scala tra operatori specializzati nei mercati pubblici e privati. Tali alleanze mirano a potenziare i canali distributivi, rafforzare le capacità di analisi e ricerca, nonché ottimizzare l'efficienza operativa nell'execution multi-asset.

- **Mandati multi-asset nel credito:** si osserva una crescente affermazione dei mandati di gestione multi-asset nel settore creditizio, che conferiscono ai gestori patrimoniali la flessibilità di implementare allocazioni dinamiche attraverso lo spettro dei mercati pubblici e privati. Gli interval fund, che rappresentano il veicolo d'investimento prevalente per le strategie di credito multi-asset pubblico-privato nel mercato statunitense, hanno registrato un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 40% nell'ultimo decennio, raggiungendo una capitalizzazione di mercato superiore a 100 miliardi di dollari⁴. Tali architetture d'investimento consentono agli asset manager di ottimizzare l'allocazione sulla base di valutazioni di valore relativo, integrando posizionamenti ad alta convinzione su high yield bond, senior loan, emerging markets debt e credito cartolarizzato, con la facoltà di implementare allocazioni tattiche su opportunità di private credit in funzione della loro manifestazione sul mercato.

La progressiva integrazione tra mercati del credito pubblico e privato sta catalizzando significative evoluzioni organizzative sia presso le società di gestione patrimoniale sia presso gli investitori istituzionali:

- **Riallineamento strategico dei team:** la convergenza dei mercati creditizi sta inducendo numerose società di asset management a riconfigurare l'architettura e la composizione delle proprie strutture d'investimento. Si osserva una crescente interconnessione operativa tra i team specializzati nel credito pubblico e privato, che in taluni casi evolve verso una piena integrazione, al fine di ottimizzare la reattività decisionale nelle operazioni



Sei anni fa, l'intero team di investimento era composto da sei persone. Ora sono cinquanta e continueranno ad aumentare. Questo è effetto della necessità di specializzarsi maggiormente all'interno di ogni asset class.”

— Australian Superannuation Fund, Senior Investment Team,
2025 EQuilibrium Survey

cross-market che trascendono i confini tradizionali. Questa integrazione funzionale promuove la valorizzazione di competenze complementari: gli analisti del credito pubblico apportano una consolidata expertise settoriale, mentre gli specialisti del credito privato contribuiscono con approfondite competenze in ambito di strutturazione, covenant e documentazione contrattuale. La sinergia di queste capabilities consente lo sviluppo di un approccio più olistico e rafforza l'accuratezza delle analisi di valore relativo attraverso l'intero spettro creditizio.

- **Integrazione operativa:** oltre alla riconfigurazione delle strutture organizzative, gli investitori istituzionali stanno ottimizzando i propri processi interni di gestione del portafoglio per implementare un framework decisionale più efficiente e informato attraverso l'intero spettro della liquidità. L'indagine EQuilibrium di Nuveen evidenzia come i team stiano intensificando la cadenza delle sessioni d'investimento e perfezionando il coordinamento dei flussi di cassa.
- **Evoluzione dei criteri di selezione dei gestori:** la crescente complessità delle operazioni e l'aumentata frammentazione del panorama dei prenditori di fondi hanno indotto le istituzioni a privilegiare il rigore nei processi di underwriting e la flessibilità nell'execution. Per le società di gestione patrimoniale, il concetto di agilità operativa si è evoluto, abbracciando non solo la selezione degli asset e l'ottimizzazione del timing, ma anche la capacità di execution tattica, intesa come l'abilità di mobilitare, analizzare e allocare il capitale con tempestività e precisione. Questo nuovo paradigma richiede competenze specialistiche di underwriting su molteplici strutture di deal, infrastrutture tecnologiche avanzate per l'integrazione del reporting sulle performance degli asset pubblici e privati e team d'investimento caratterizzati da una effettiva integrazione cross-funzionale.

DALL'ARCHITETTURA STRATEGICA ALL'IMPLEMENTAZIONE OPERATIVA

In un contesto caratterizzato dalla progressiva convergenza tra mercati pubblici e privati, l'eccellenza negli investimenti non sarà determinata esclusivamente dall'accesso privilegiato alle opportunità, ma dalla capacità di implementare decisioni strategiche attraverso architetture strutturali, team integrati e strategie sofisticate.

Le dinamiche che stanno ridefinendo l'architettura del credito istituzionale - fattori macroeconomici, evoluzione dei comportamenti dei prenditori di fondi, innovazioni regolamentari e convergenza dei mercati - richiedono un sostanziale ripensamento dei paradigmi tradizionali.

Gli operatori istituzionali sono chiamati a superare l'approccio compartmentale nella gestione degli investimenti per abbracciare una visione integrata e dinamica del panorama creditizio.

Lo sviluppo di piattaforme evolute, in grado di ottimizzare le esposizioni sui mercati pubblici e privati in funzione del valore relativo, delle caratteristiche strutturali e dei profili di liquidità, rappresenterà un elemento distintivo cruciale per soddisfare le aspettative degli investitori in termini di extra-rendimento e generazione di flussi di reddito sostenibili.

Tale evoluzione richiede non solo una ricalibrazione dell'asset allocation strategica, ma una più profonda trasformazione organizzativa articolata su molteplici dimensioni: implementazione di team cross-funzionali integrati, sviluppo di framework di rischio olistici, standardizzazione dei processi operativi, modernizzazione delle infrastrutture tecnologiche, evoluzione dei processi di governance per ottimizzare l'efficacia decisionale.

Gli operatori che sapranno anticipare e abbracciare questo nuovo paradigma si troveranno in una posizione privilegiata per gestire efficacemente le dinamiche di mercato e capitalizzare le opportunità emergenti.

Nuveen leader globale nell'asset management, con un patrimonio in gestione di \$ 1.300 miliardi in asset pubblici e privati per conto di una clientela internazionale e della propria capogruppo TIAA, tra i principali investitori istituzionali a livello mondiale.

Facendo leva sulla propria expertise distintiva nell'obbligazionario e negli investimenti alternativi, Nuveen struttura soluzioni di portafoglio innovative per gli investitori attuali e le generazioni future. Il nostro approccio di gestione attiva, fondato sull'identificazione sistematica di opportunità di rendimento diversificate nei mercati pubblici e privati, è concepito per generare flussi di reddito sostenibili e duraturi per la nostra clientela.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito nuveen.com.

Note:

1 Bloomberg

2 Bank of Japan, 24 Jan 2025

3 Prequin as of November 2024

4 Morningstar

Il presente materiale non costituisce una raccomandazione o una consulenza in materia di investimenti, non rappresenta una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o al mantenimento di titoli o strategie d'investimento, e non viene fornito in qualità di servizio fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi specifici o delle circostanze di un particolare investitore, né suggeriscono specifiche linee d'azione. Le decisioni d'investimento dovrebbero essere assunte sulla base degli obiettivi e delle circostanze dell'investitore, in consultazione con i propri consulenti finanziari.

Le opinioni e i pareri espressi hanno esclusivamente finalità informative ed educative alla data di produzione/redazione e possono essere soggetti a modifiche senza preavviso in qualsiasi momento, in funzione di molteplici fattori quali condizioni di mercato e altri fattori, sviluppi legali e normativi, rischi e incertezze aggiuntivi, e potrebbero non concretizzarsi. Questo materiale può contenere informazioni "forward-looking" che non sono di natura puramente storica.

Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e proposte o attese composizioni di portafoglio. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate nella preparazione di questo materiale potrebbero avere un impatto sostanziale sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. I dati di performance mostrati si riferiscono a risultati passati e non predicono né garantiscono risultati futuri. L'investimento comporta rischi; è possibile la perdita del capitale. La diversificazione non garantisce un profitto né protegge dalle perdite.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, affidabilità o completezza attuali, né alcuna responsabilità per decisioni basate su tali informazioni, che non dovrebbero essere utilizzate come riferimento esclusivo. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, si prega di consultare il glossario su nuveen.com. Si noti che non è possibile investire direttamente in un indice.

Informazioni importanti sui rischi

Gli investitori devono essere consapevoli che gli investimenti alternativi, inclusi private equity e private debt, sono di natura speculativa e soggetti a rischi sostanziali, tra cui: rischi associati alla limitata liquidità, il potenziale utilizzo della leva finanziaria, potenziali vendite allo scoperto e investimenti concentrati, e possono comportare strutture fiscali e strategie d'investimento complesse. Gli investimenti alternativi possono essere illiquidi, potrebbe non esistere un mercato secondario liquido o acquirenti pronti per tali titoli, potrebbero non essere tenuti a fornire informazioni periodiche su prezzi o valutazioni agli investitori, potrebbero verificarsi ritardi nella distribuzione delle informazioni fiscali agli investitori, non sono soggetti agli stessi requisiti normativi di altri tipi di veicoli d'investimento collettivo e possono essere soggetti a commissioni e spese elevate, che ridurranno i profitti.

Gli investimenti immobiliari sono soggetti a vari rischi associati alla proprietà di asset immobiliari, tra cui fluttuazioni nei valori delle proprietà, spese più elevate o redditi inferiori al previsto, potenziali problemi ambientali e responsabilità, e rischi legati alla locazione degli immobili.

Gli investimenti in prestiti mid-market sono soggetti a determinati rischi quali: credito, liquidità limitata, tasso d'interesse, valuta, rimborso anticipato ed estensione, inflazione e rischio di perdita del capitale.

Gli investimenti in private equity e private debt, come gli investimenti alternativi, non sono adatti a tutti gli investitori in quanto sono speculativi, soggetti a rischi sostanziali tra cui i rischi associati alla limitata liquidità, il potenziale utilizzo della leva finanziaria, potenziali vendite allo scoperto, investimenti concentrati e possono comportare strutture fiscali e strategie d'investimento complesse.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni d'investimento attraverso i propri specialisti. Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia di investimenti ai sensi della normativa MiFID.

PRIVO DI ASSICURAZIONE FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | POSSIBILE PERDITA DI VALORE

nuveen

A TIAA Company