

SECONDO SEMESTRE 2026: APPROFONDIMENTI SUL CREDITO ALTERNATIVO

Diversificare il rischio, non concentrarlo.



ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI RIPORTATE NELLE NOTE FINALI.

NON ASSICURATO DALLA FDIC | SENZA GARANZIA BANCARIA | IL VALORE POTREBBE SUBIRE PERDITE

Più opportunità, più complessità

Il settore dei crediti alternativi ha registrato una crescita esponenziale negli ultimi anni. Per gli investitori istituzionali, questa espansione rappresenta una vera e propria opportunità, ma comporta anche una complessità crescente.

Il panorama di opportunità comprende un'ampia gamma di investimenti, dal senior direct lending ai titoli garantiti da attività private (ABS), dal debito infrastrutturale al credito immobiliare, fino ai prestiti C-PACE. Si tratta di un settore che offre notevoli opportunità di diversificazione, come ormai riconoscono molti investitori istituzionali. Secondo l'ultima indagine EQuilibrium di Nuveen, il 46% degli investitori istituzionali a livello globale intende privilegiare la diversificazione nel credito alternativo come priorità nei prossimi cinque anni (Figura 1).

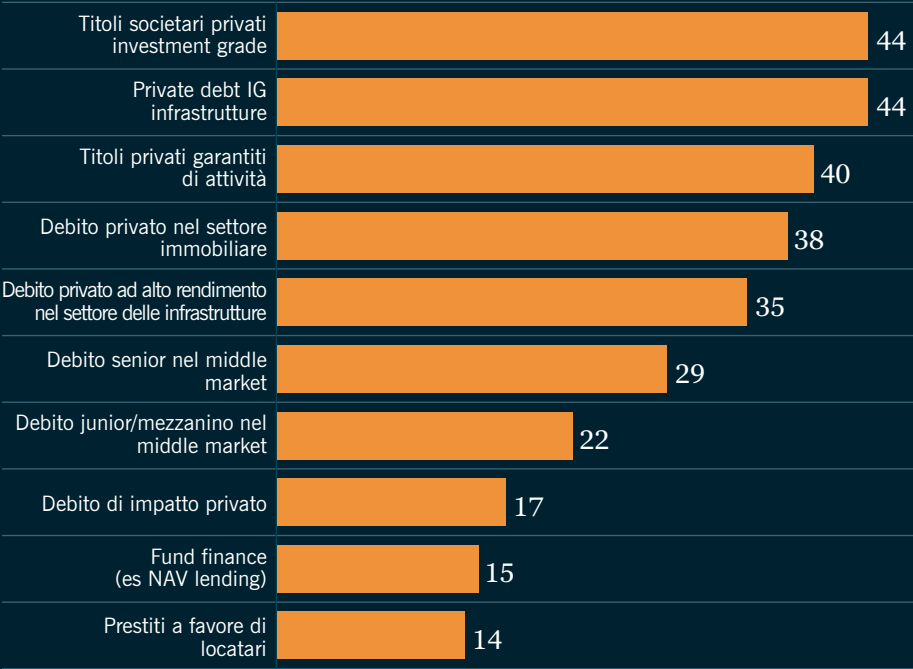


e diverse forme di credito alternativo offrono agli investitori l'esposizione a una varietà di fattori di rendimento e di rischio. Comprendere tali aspetti è fondamentale per creare portafogli diversificati e aumentare le possibilità di raggiungere gli obiettivi di investimento a lungo termine.

Nella sezione successiva illustreremo un approccio disciplinato alla costruzione del portafoglio e alla gestione del rischio nel settore del credito alternativo. Seguiranno poi alcune analisi settoriali, che approfondiranno i diversi fattori di rischio e di rendimento.

Figura 1: Gli investitori istituzionali stanno diversificando la propria allocazione nel credito

Percentuale di investitori che intendono aumentare gli investimenti in titoli a reddito fisso privati



Fonte: sondaggio Nuveen EQUilibrium, 2026. Il 46% degli 800 investitori istituzionali intervistati a livello globale ha concordato sul fatto che la diversificazione del proprio portafoglio di crediti alternativi rappresenti una priorità assoluta per i prossimi cinque anni. Per saperne di più, visita il sito nuveen.com/equilibrium

Costruire un portafoglio diversificato nel credito alternativo

Le diverse asset class del credito alternativo rispondono a fattori di rischio differenti. Il direct lending senior, ad esempio, è esposto a mutuatari aziendali sostenuti da sponsor, mentre il debito infrastrutturale è generalmente ancorato a flussi di cassa contrattualizzati, generati da beni fisici legati a servizi essenziali. Il debito immobiliare riflette perlopiù i valori degli immobili, la leva finanziaria e le dinamiche dei mercati regionali, mentre la private asset-backed finance (ABF) attinge a flussi di cassa segregati, provenienti da pool di attività identificabili. Queste esposizioni differiscono non solo per i fattori che ne determinano il rendimento,

ma anche per qualità creditizia, area geografica, profilo dei flussi di cassa e velocità con cui il capitale viene impiegato e restituito. Figura 2 illustra l'universo delle opportunità e alcune delle caratteristiche distintive di ciascun segmento.

I segmenti condividono tuttavia alcuni fattori comuni che ne influenzano il rischio e il rendimento. Le strutture a tasso variabile, ad esempio, sono ricorrenti nel direct lending, nelle collateralized loan obligations (CLO) e in alcuni comparti infrastrutturali. Shock macroeconomici di ampia portata, o una brusca rivalutazione dei prezzi, possono inoltre pesare su più segmenti contemporaneamente. Questo non compromette, tuttavia, i benefici della diversificazione.

La sfida, nella costruzione di un'esposizione al credito alternativo, consiste nel comprendere questi fattori di rischio e di rendimento all'interno di una gamma ampia e variegata di investimenti, alcuni dei quali hanno una storia recente e serie storiche ancora limitate.

Figura 2: 2: L'insieme delle opportunità

Strategie	Descrizione	Qualità del credito	Rendimento stimato (in USD netti)	Durata media ponderata	Fisso/variabile	Geografia
DIRECT LENDING						
Senior direct lending	Senior direct lending USA ed europeo; operazioni sostenute da sponsor	HY	6 – 10%	3 – 7 years	Variabile	U.S. Europa
Junior capital / capital solutions	Investimenti in tranche junior e mezzanine in operazioni di direct lending sostenute da sponsor negli Stati Uniti e nell'Unione Europea.	HY	9 – 12%	3 – 7 years	Variabile	U.S. Europa
INFRASTRUCTURE						
Project finance	Debito nel project finance tradizionale garantito da una vasta gamma di beni reali	IG & HY	IG: 5 – 7% HY: 7 – 9%	3 – 15 years	Fisso o variabile	Globale
Credito per le infrastrutture energetiche	Infrastrutture energetiche ed elettriche	HY	8 – 11%	3 – 5 years	Variabile	Globale
REAL ESTATE						
Debito immobiliare globale	Debito immobiliare globale (Stati Uniti/Europa/APAC)	IG & HY	IG: 6 – 9% HY: 9 – 12%	2 – 5 years	Variabile	Globale
FIXED INCOME PRIVATO						
Società private	Debito senior garantito emesso da società private o da società quotate di piccole e medie dimensioni	IG	5 – 8%	3 – 15 years	Fisso	Globale
Private ABS	ABS privati garantiti da flussi di cassa dedicati provenienti da singoli asset o da pool di asset	IG & HY	IG: 5 – 8% HY: 8 – 12%	2 – 10 years	Fisso o variabile	Soprattutto U.S.
(C-PACE) Commercial Property Assessed Clean Energy	Finanziamenti per progetti di efficienza energetica, resilienza climatica, conservazione delle risorse idriche ed energie rinnovabili	IG	6 – 8%	10 – 15 years	Fisso	U.S. / U.K.
Credit tenant loans	Finanziamento immobiliare senior garantito dai flussi di pagamento di contratti di locazione single-tenant con conduttori investment grade	IG	5 – 8%	10 – 30 years	Fisso	U.S.
CREDITO STRUTTURATO						
CLO tranche	Esposizione a tranche di CLO di nuova emissione, garantiti da un portafoglio di prestiti bancari	IG & HY	IG: 5 – 7% HY: 10 – 13%	5 – 7 years	Variabile	U.S.
Emissioni CFO	Tranche a lunga duration di una struttura di Collateralized Fund Obligation	IG & HY	IG: 7 – 9% HY: 13 – 15%	20 – 30 years	Variabile	Globale

Fonte: Nuveen, 2026. Il rendimento netto indicato è una stima basata sulle condizioni di mercato al 31/12/2025, al netto delle commissioni e dei costi stimati di copertura. Non si tratta di un rendimento garantito ed è calcolato utilizzando dati storici, ipotesi di mercato e altri fattori per fornire un parametro di riferimento per la valutazione della performance e il confronto tra gli investimenti. Poiché queste stime si basano su ipotesi che potrebbero non verificarsi, i risultati effettivi potrebbero differire in modo significativo di anno in anno e non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi vengano raggiunti nel tempo.

Comprendere gli obiettivi e i vincoli

Un portafoglio di crediti alternativi ben strutturato parte dalla comprensione degli obiettivi che gli investitori intendono raggiungere.

Ciò significa andare oltre gli obiettivi di rendimento e gli orizzonti temporali per esaminare altri fattori quali le esigenze di liquidità, il domicilio fiscale, i tempi di investimento e la capacità operativa e di governance. Occorre inoltre tenere conto di eventuali vincoli, quali passività, esigenze di copertura e garanzie.

Allocazione iniziale del portafoglio

Una diversificazione efficace attinge a investimenti provenienti da universi distinti, offrendo esposizione a diversi fattori fondamentali e profili di rischio e rendimento. La varietà degli investimenti implica inoltre che i tempi di impiego del capitale possano variare. Ad esempio, combinare il senior direct lending con ABS privati o debito immobiliare consente di diversificare non solo le garanzie e la tipologia di mutuatari, ma anche la rapidità con cui il capitale viene impiegato e la tempistica dei flussi di cassa in entrata.

Oltre alla diversificazione per asset class, gli investitori dovrebbero prendere in considerazione la diversificazione geografica e settoriale, soprattutto alla luce delle dinamiche geopolitiche e delle contingenze legate alla catena di approvvigionamento, dato l'attuale contesto macroeconomico.

Strutturazione dell'esposizione

Anche fattori pratici quali la sede del fondo, la rendicontazione dei rendimenti e le considerazioni fiscali relative agli investimenti in più giurisdizioni possono determinare la possibilità per gli investitori di ottenere l'esposizione desiderata. L'attuazione efficace dei piani di allocazione degli attivi richiede spesso la collaborazione con gestori patrimoniali esperti e competenti, in grado di aiutare a districarsi tra queste

problematiche e di fornire approfondimenti sui mercati locali, idealmente integrati da una prospettiva globale.

Diversificare il rischio, non concentrarlo

Gli investitori devono essere in grado di andare oltre qualsiasi strumento o struttura di investimento per comprendere le esposizioni al rischio fondamentale sottostanti nell'intero portafoglio. Il monitoraggio continuo del rischio dovrebbe concentrarsi su questi fattori combinati. Ciò significa, ad esempio, monitorare le concentrazioni tra settori, aree geografiche, tipologie di attività, tassi e qualità creditizia; stimare le correlazioni; e valutare i contributi marginali al rischio.

L'importanza di questo aspetto ha di recente fatto notizia. I portafogli fortemente concentrati nei prestiti a società oggetto di un buyout, sono stati esposti a un unico fattore di perturbazione: il potenziale impatto dell'AI sulle aziende del settore software. Ciò dimostra il tipo di accumulo di rischio che la diversificazione è chiamata a prevenire. Per contrastare questo fenomeno, gli investitori devono assicurarsi che i gestori delle diverse componenti del proprio portafoglio siano in grado di comunicare tra loro per individuare dove possano risiedere eventuali rischi di concentrazione.

Anche lo stress test su una serie di scenari, tra cui probabilità di insolvenza, tassi di recupero, ampliamento degli spread e shock macroeconomici improvvisi, può rivelarsi prezioso.

Gestione dei flussi di cassa e dei reinvestimenti

La natura illiquida di gran parte del credito alternativo comporta che le opportunità di adeguare l'esposizione siano limitate. Tuttavia, i flussi di cassa derivanti dai pagamenti delle cedole, dai rimborsi di capitale e dalle scadenze offrono un certo margine di manovra. Ciò rafforza la necessità di collaborazione e condivisione delle analisi tra i team di investimento per valutare dove sia possibile individuare valore e come il capitale debba essere riallocato.



Prospettive settoriali

L'incertezza continuerà probabilmente a caratterizzare il 2026, mentre gli investitori dovranno fare i conti con le elezioni di medio termine negli Stati Uniti e con un ciclo economico in fase di maturazione.

Credito per le infrastrutture energetiche

Il debito infrastrutturale coniuga l'esposizione a un mercato ampio e in rapida crescita con caratteristiche di credito difensive, distinguendosi così dalle allocazioni orientate principalmente al credito societario che dominano la maggior parte dei portafogli di credito privato.¹

Mentre gli investitori stanno riesaminando il rischio di concentrazione nel direct lending, in particolare l'esposizione al settore del software e ai comparti soggetti a trasformazioni radicali guidate dall'AI, il debito infrastrutturale offre un profilo strutturalmente diverso: è garantito da attività fisiche ed essenziali, con flussi di cassa contrattualizzati, tassi di insolvenza storicamente contenuti (Figura 3) e una correlazione ridotta con i più ampi indici azionari e di credito societario.

Il fabbisogno di capitale per le infrastrutture energetiche e digitali è aumentato in modo significativo. Si prevede che la spesa in conto capitale globale per i data center raggiunga i 6.400 miliardi di dollari cumulativi nei prossimi cinque anni,² trainata dall'espansione degli hyperscaler a supporto dei carichi di lavoro legati all'AI. I mercati pubblici e i bilanci bancari non sono in grado di assorbire da soli questo fabbisogno di finanziamento, creando un'opportunità duratura per il credito privato nel settore infrastrutturale, in particolare in Nord America.

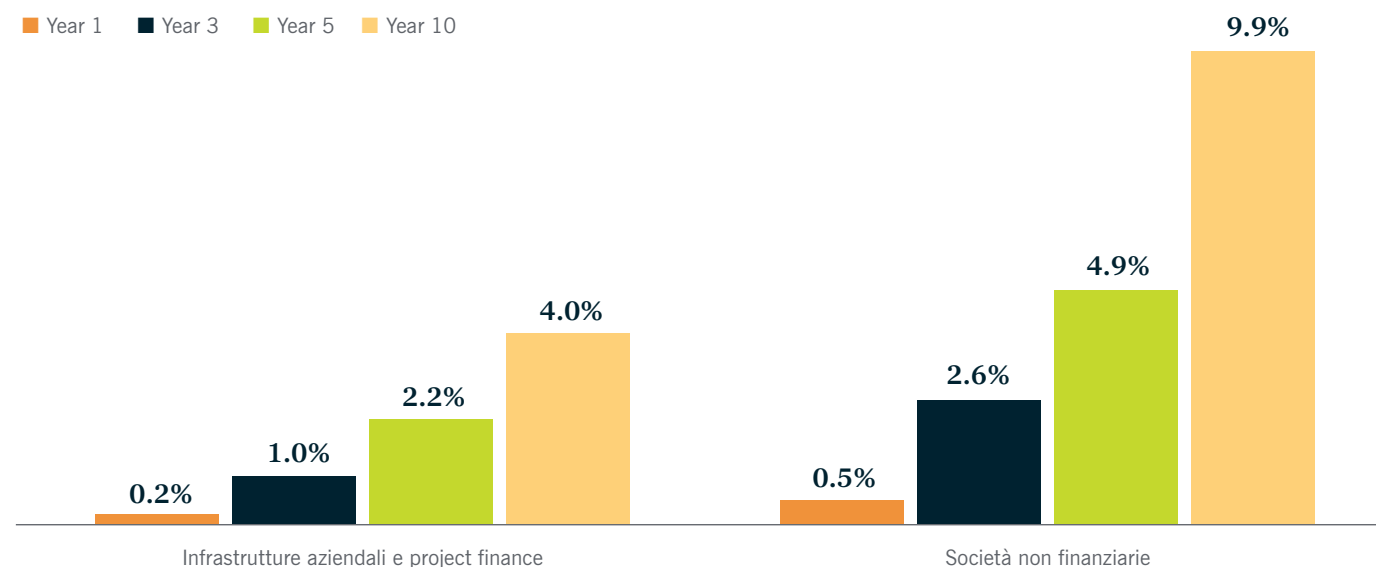
Nei settori tecnologici e digitali, gli investimenti in debito privato sono balzati da una media annualizzata di circa 150 miliardi di dollari tra il 2018 e il 2024 a oltre 410 miliardi di dollari nel biennio 2025-2026. Questa crescita delle nuove emissioni si affianca a circa 755 miliardi di dollari di debito privato in scadenza negli stessi settori nei prossimi sei anni, generando un'ondata significativa di domanda di rifinanziamento.³

Le stesse forze che esercitano pressione sul credito nel settore del software rappresentano invece un vento favorevole per il debito infrastrutturale. Nel marzo 2026, JPMorgan ha ritirato un'emissione obbligazionaria di Qualtrics da 5,3 miliardi di dollari per l'incapacità di attrarre sufficiente domanda, mentre il suo prestito a termine esistente veniva scambiato a circa 86 centesimi. Le strategie di credito privato semi-liquide con esposizione al settore del software hanno registrato un'impennata delle richieste di rimborso pari a 19,5 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2026, con un aumento del 142%.⁴ L'intensità computazionale dell'AI richiede investimenti costanti in beni fisici, che non possono essere sostituiti da un semplice aggiornamento software.

Sebbene gli indici liquidi di credito energetico abbiano registrato una compressione degli spread, non osserviamo la stessa dinamica nel credito infrastrutturale privato e su misura. Il credito per le infrastrutture energetiche continua a essere finanziato con spread superiori a 500-600 punti base,⁵ con garanzie di primo grado e solide protezioni strutturali. Il premio di illiquidità e complessità a disposizione dei sottoscrittori disciplinati non si è compresso di pari passo con i mercati pubblici. Il conflitto in Iran rafforza l'imperativo strategico di un approvvigionamento energetico sicuro e resiliente a livello nazionale, che richiede investimenti di capitale costanti nella generazione, nello stoccaggio, nel gas naturale liquefatto e nella modernizzazione della rete. Allo stesso tempo, con il prolungarsi del ciclo economico, il profilo difensivo del credito infrastrutturale assume un'importanza crescente, poiché riflette flussi di cassa contrattualizzati e legati a servizi essenziali.

Figura 3: Il debito infrastrutturale offre resilienza grazie a tassi di perdita cumulativa contenuti.

Tasso di perdita cumulativo (rating Ba/BB rated)



Fonte: Moody's Investor Services - Infrastrutture e tassi di insolvenza e di recupero, 1983-2024 (3 settembre 2025) e S&P Global - Studio annuale 2023 sull'insolvenza nel settore delle infrastrutture e sulle transizioni di rating.

Reddito fisso privato

Il reddito fisso privato continua ad attrarre capitali da una base sempre più ampia di investitori, tra cui compagnie assicurative, fondi pensione, endowment e altre istituzioni orientate al lungo termine. A nostro avviso, questa crescita è sostenuta dai vantaggi che l'asset class offre in termini di diversificazione, dalla stabilità dei flussi di cassa e da rendimenti più interessanti rispetto al reddito fisso pubblico.

La domanda di capitale privato da parte dei mutuatari rimane elevata in tutti i settori e in tutte le classi di attività, nonostante la volatilità dei tassi di interesse e altre incertezze macroeconomiche. Sebbene l'incertezza sui tassi degli ultimi anni abbia favorito un aumento delle emissioni a duration più breve, continuano a emergere opportunità interessanti anche per gli investitori orientati a esposizioni tradizionali di lungo termine. Questa dinamica ha reso l'asset class ancora più attraente per un'ampia varietà di investitori, con esigenze e obiettivi di portafoglio differenti.

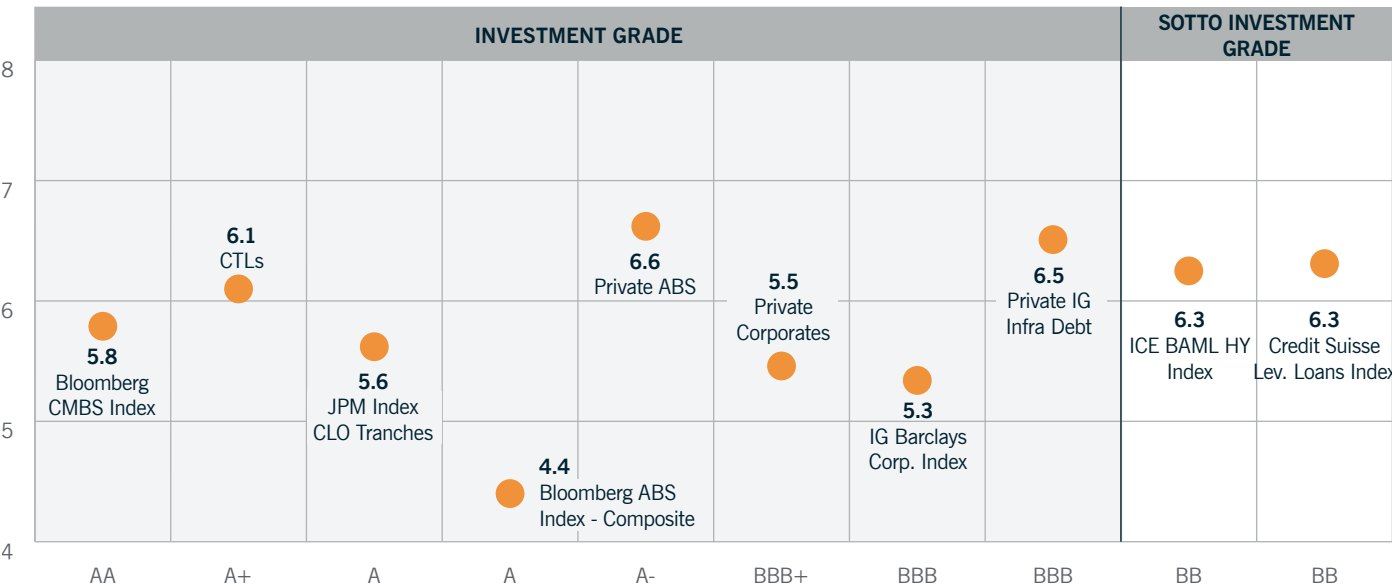
Gli investitori che intendono costruire un portafoglio diversificato nel reddito fisso privato possono individuare opportunità sia a breve che a lungo termine nelle asset class private con rating investment grade. Nonostante l'ampiezza delle opportunità disponibili, la disciplina di sottoscrizione resta fondamentale, e richiede un'analisi creditizia approfondita e rigorosi stress test.

A livello globale, il private fixed income offre opportunità in costante espansione. Per operare con successo in questo contesto, la comprensione dei quadri normativi locali è essenziale, e può generare opportunità di investimento distinte per operazioni a lunga duration con protezioni contro il rimborso anticipato, come nel caso degli asset infrastrutturali concepiti per rispondere alle esigenze di sicurezza energetica e sociale. Il mercato statunitense rimane solido, ma le opportunità interessanti oltreoceano — in particolare nel credito societario e nelle infrastrutture — confermano l'importanza di ampliare l'orizzonte a livello globale per una diversificazione davvero efficace.

Coerentemente con questa attenzione alla diversificazione, le tendenze più recenti mostrano inoltre un interesse crescente verso strutture di investimento più sofisticate, sostenute da flussi di cassa stabili e/o da garanzie reali, come i credit tenant loan, il project finance e gli ABS privati. Le emissioni di mercato sono state solide in tutti i settori e in tutte le aree geografiche, sostenute sia dalle tendenze macroeconomiche che dalla propensione degli investitori — dinamiche che si prevede persisteranno, continuando a offrire interessanti opportunità di investimento.

Figura 4: I rendimenti rimangono interessanti rispetto ai mercati pubblici

Rendimenti dei titoli a reddito fisso privati rispetto ai mercati pubblici (% al 31 marzo 2026)



Fonte: Nuveen. I rendimenti passati non garantiscono risultati futuri. I punti in verde rappresentano i titoli IG privati, mentre quelli arancioni rappresentano gli indici di riferimento del mercato pubblico.

Debito immobiliare

Una strategia di debito immobiliare commerciale (CRE) diversificata a livello globale può migliorare la resilienza del portafoglio e aumentare i rendimenti, applicando la leva finanziaria più appropriata al profilo di rischio sottostante, anziché adottare un approccio uniforme in tutte le regioni.

Negli Stati Uniti, gli investitori beneficiano spesso di un rischio di esecuzione più contenuto nel credito sottostante, il che consente un uso prudente della leva finanziaria per migliorare i rendimenti, pur mantenendo standard di sottoscrizione rigorosi. Il mercato australiano dei finanziatori non bancari, ancora in una fase relativamente giovane, offre invece interessanti opportunità nei prestiti per lo sviluppo, dove rendimenti sottostanti più elevati riducono la dipendenza dalla leva finanziaria.

L'Europa rappresenta un modello ibrido, con un'attenzione specifica alle strategie di transizione "brown-to-green", volte a modernizzare gli immobili esistenti e aumentarne l'efficienza energetica. Nel loro insieme, queste strategie regionali complementari creano un'opportunità di investimento globale coerente e interessante (Figura 5), secondo una ricerca di Nuveen Real Estate. In generale, all'aumentare del rischio di credito sottostante, un investitore dovrebbe ridurre la leva finanziaria anziché aggravare il rischio. In generale, all'aumentare del rischio di credito sottostante, un investitore dovrebbe ridurre la leva finanziaria, non amplificare il rischio. Una leva finanziaria applicata in modo appropriato

dovrebbe potenziare una sottoscrizione già di alta qualità, non compensare una selezione del credito più debole.

L'utilizzo della leva finanziaria dovrebbe rappresentare la fase finale nella costruzione del portafoglio: un eccesso di leva non può infatti ovviare a una valutazione del credito o a un'analisi del rischio inadeguate, ma si limita ad amplificarne le conseguenze. Gli investitori possono inoltre diversificare l'esposizione alla leva finanziaria su più controparti, per ridurre il rischio di concentrazione e limitare la garanzia incrociata degli investimenti all'interno del veicolo.

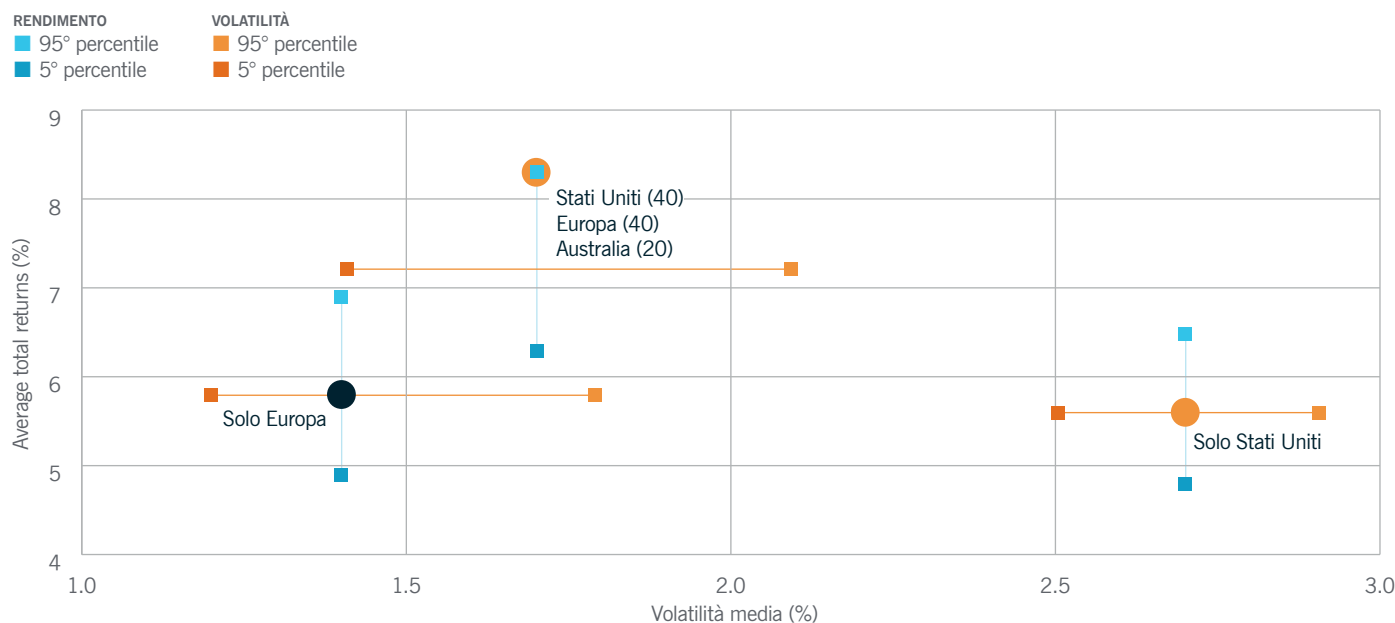
Nel valutare le strategie di credito value-add, consideriamo innanzitutto la qualità del credito immobiliare sottostante, verificando se i rischi associati siano adeguatamente compensati. In secondo luogo, analizziamo il rischio derivante dall'applicazione della leva finanziaria alla posizione sottostante. A nostro avviso, il successo o il fallimento di molte strategie di credito non dipende esclusivamente dalla selezione degli asset, ma dal modo in cui la leva finanziaria, la liquidità e il rischio di rifinanziamento vengono gestiti attivamente durante l'intero ciclo di vita dell'investimento.

La scelta del gestore è altrettanto importante. Gli investitori dovrebbero valutare sia la profondità delle competenze del team di investimento — e il livello di integrazione tra le diverse funzioni — sia l'ampiezza della sua piattaforma di credito. Un gestore in grado di investire in prestiti core, core-plus e value-add è in una posizione migliore per adeguare i portafogli all'evolversi delle condizioni e dei cicli di mercato, anziché convogliare il capitale in un unico segmento. Questa flessibilità consente di allocare il capitale dove il valore relativo è più interessante, offrendo al contempo ai mutuatari una visione più ampia del mercato, un accesso più costante al capitale e una maggiore resilienza nei cicli di mercato.

Nel lungo periodo, i risultati di investimento superiori derivano dalla combinazione di una valutazione disciplinata, un uso giudizioso della leva finanziaria e una gestione attiva del capitale.

Figura 5: Debito immobiliare globale: un'offerta coerente e interessante

Rendimenti medi annui e volatilità



La diversificazione non garantisce un profitto né protegge dalle perdite. Fonte: MSCI Global All Property Index, marzo 2026.

Commercial Property Assessed Clean Energy (C-PACE)

Tre specifici fattori di domanda dovrebbero rendere il 2026 un anno particolarmente interessante per il C-PACE.

In primo luogo, il “muro” delle scadenze del debito immobiliare commerciale (CRE), pari a circa 1.000 miliardi di dollari, continua a posticiparsi. Grazie al miglioramento della liquidità e a un contesto normativo più accomodante, le banche e i fornitori di capitale stanno iniziando a riorganizzare le strutture di finanziamento nei casi in cui l'immobile sottostante rimanga fondamentalmente solido, ma sia gravato da un indebitamento superiore a quello ottimale. Il C-PACE è uno strumento efficace per ridimensionare correttamente queste strutture di capitale.

Fornisce un finanziamento a lungo termine, a tasso fisso e senza rivalsa che riduce il servizio del debito complessivo senza diluire il capitale proprio né ledere i diritti del creditore senior. Il C-PACE può inoltre sostenere gli sforzi di ricapitalizzazione, aiutando gli sponsor a ristrutturare immobili sovraindebitati attraverso l'introduzione di capitale paziente e non diluitivo in grado di preservare il valore dell'equity.

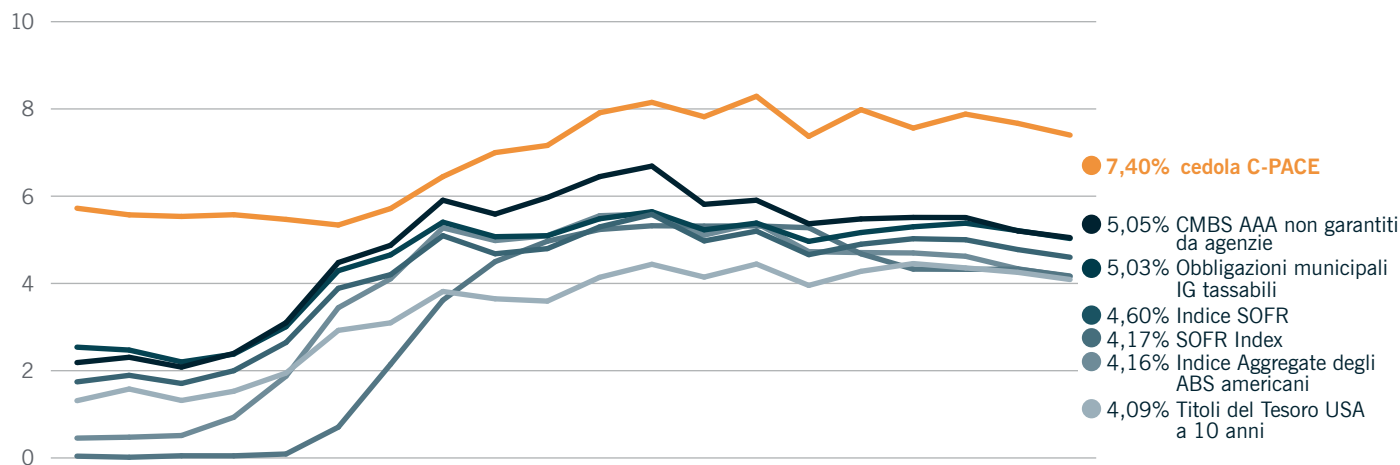
In secondo luogo, il consolidamento bancario in corso sta creando lacune significative nel panorama creditizio. Man mano che i finanziatori tematici di maggiori dimensioni acquisiscono scala, tendono a trascurare progetti ad alto rendimento con specificità locali o quelli in settori temporaneamente poco interessanti. Gli specialisti regionali, come Nuveen Green Capital, sono probabilmente in una posizione unica per identificare e finanziare queste opportunità, impiegando capitale laddove i finanziatori più grandi e meno flessibili non possono farlo.

In terzo luogo, l'evoluzione della domanda strutturale e i cambiamenti demografici stanno creando opportunità anche nel settore dei progetti di riutilizzo adattivo e di riconversione ad alta intensità di capitale, dove forme di finanziamento flessibili e a lungo termine, come il C-PACE, possono rappresentare una soluzione.

Dal punto di vista degli investitori, cresce l'interesse degli operatori istituzionali per gli asset fisici e le infrastrutture, nella prospettiva di diversificare la propria esposizione al credito privato. Gli investimenti C-PACE traggono vantaggio da questa tendenza, in quanto sono garantiti dagli immobili commerciali sottostanti e godono di una posizione strutturalmente privilegiata rispetto ad altri debiti gravanti sugli immobili. Per gli investitori a lungo termine, la struttura a tasso fisso e a lunga durata garantisce spread relativamente interessanti (vedi Figura 6), fornendo un reddito stabile e una volatilità limitata al valore di mercato durante il periodo di investimento. La combinazione di queste dinamiche di domanda e offerta ci porta a prevedere che il volume annuale di origination continuerà a crescere nei mercati a piccola, media e grande capitalizzazione.

Figura 6: Un premio costante rispetto agli asset alternativi quotati con rating IG

Rendimenti al 31 dicembre 2025 (%)



I rendimenti passati non garantiscono risultati futuri. Fonti: Nuveen e Bloomberg. Non è possibile investire in un indice. La cedola NNG C-PACE rappresenta il tasso medio ponderato dei titoli C-PACE emessi da Nuveen Green Capital; il Blended AAA CMBS (7-10 anni) è rappresentato dall'indice ICEAAA CMBS (WAL 7-10 anni); le obbligazioni municipali IG tassabili sono rappresentate dall'indice Bloomberg Taxable Municipal Bond, l'indice Aggregate US ABS è rappresentato dall'indice Bloomberg US Aggregate ABS; il Blended AA CMBS (7-10 anni) è rappresentato dall'indice ICE AA CMBS (durata media ponderata 7-10 anni); le obbligazioni societarie AA sono rappresentate dall'indice Bloomberg US AA Corporate Bond.

Collateralized loan obligations (CLOs)

Le tranche di debito CLO generano rendimenti principalmente attraverso il reddito e la salvaguardia del capitale. Gli investitori nelle tranche con rating da AAA a BB- ottengono uno spread rispetto al SOFR che compensa la complessità strutturale e l'illiquidità, più che il rischio di credito in sé.

Le tranche senior hanno registrato perdite realizzate vicine allo zero anche durante cicli di forte stress come quelli del 2008-2009 e del 2020.⁶ Poiché sia le passività dei CLO che le attività sottostanti sono a tasso variabile, l'aumento dei tassi di interesse generalmente sostiene il reddito senza l'impatto negativo sulla duration tipico degli strumenti a tasso fisso. Questa dinamica ha contribuito a far sovraperformare il debito dei CLO rispetto alle obbligazioni societarie durante il ciclo di rialzo dei tassi del 2022-2023 (Figura 7). I rendimenti del capitale proprio dei CLO sono determinati dalla differenza tra il rendimento del portafoglio sottostante di leveraged loan e quanto viene corrisposto ai detentori del debito, amplificata da una leva finanziaria pari a circa 10 volte. Una gestione qualificata ha storicamente generato IRR positivi a doppia cifra, sebbene la dispersione dei risultati possa essere ampia, in funzione della qualità del gestore e dei tassi di insolvenza e di perdita del mercato durante la vita del CLO.

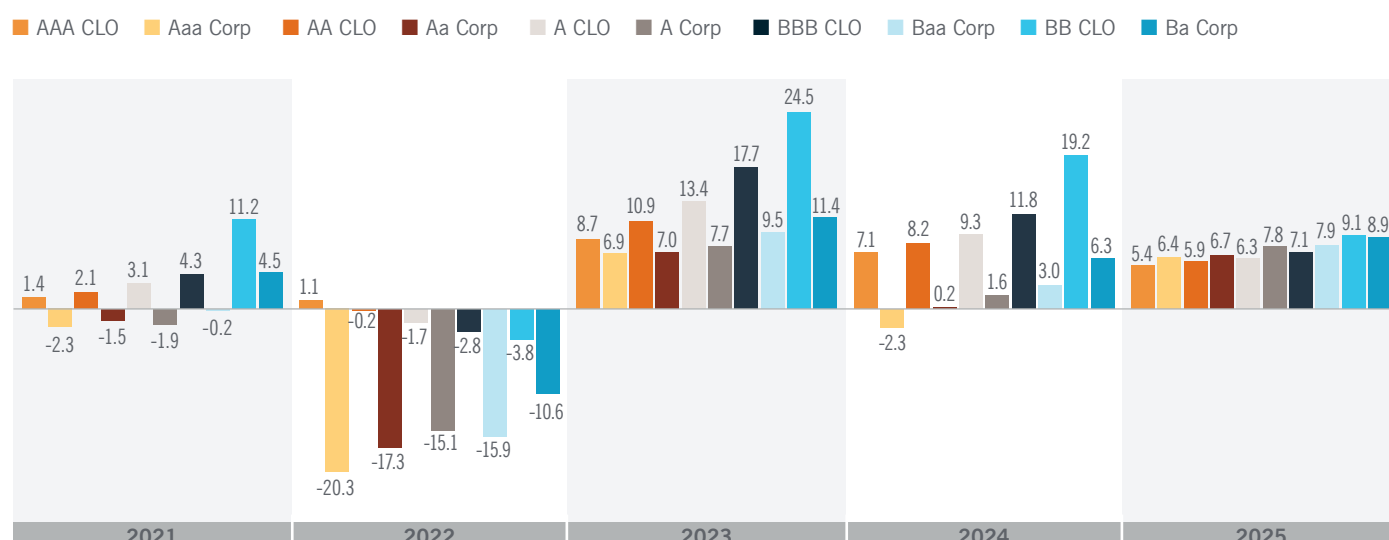
La vulnerabilità strutturale più critica è il fallimento del test di over-collateralization (OC). Quando la copertura delle garanzie si erode a causa di perdite o declassamenti, i flussi di cassa vengono reindirizzati dalle tranche junior e dal capitale proprio verso il rimborso del debito senior. Questo meccanismo contribuisce a proteggere i detentori di debito, ma può penalizzare gli investitori in equity su periodi prolungati.

Le perdite si sono generalmente concentrate nel deterioramento del credito dei portafogli sottostanti di leveraged loan, spesso derivante da emissioni fortemente orientate a operazioni di LBO, da operazioni di liability management (LME) e dalla concentrazione settoriale in industrie cicliche. Nel biennio 2008-2009, il capitale proprio dei CLO è stato sotto forte pressione a causa di insolvenze severe, recuperi ridotti e violazioni del test OC, che hanno reindirizzato i flussi di cassa dal capitale proprio verso le tranche senior. Ciononostante, le tranche dei CLO con rating investment-grade hanno tenuto bene rispetto al debito societario, confermando la solidità del quadro strutturale di subordinazione. In definitiva, gli investitori nel capitale proprio dei CLO ne hanno tratto beneficio, poiché i gestori hanno acquistato prestiti fortemente scontati che hanno successivamente recuperato valore.

Lo shock causato dal COVID nel 2020 ha rafforzato una distinzione fondamentale: i bruschi cali di valore mark-to-market delle tranche di debito CLO non si sono tradotti in perdite di credito realizzate, poiché i prezzi si sono rapidamente ripresi. Questo dimostra che volatilità e perdita di valore permanente non sono la stessa cosa per gli investitori pazienti — ed è anche il motivo per cui le emissioni di CLO lanciate durante periodi di volatilità di mercato hanno storicamente generato alcuni dei rendimenti totali più elevati.

Figura 7: Sovraperformance del debito CLO rispetto alle obbligazioni societarie durante il ciclo di rialzo dei tassi 2022 – 2023

Confronto dei rendimenti annuali tra CLO e obbligazioni con rating da AAA a B nel periodo 2021 – 2025 (%)



Fonte: Bloomberg al 31 dicembre 2025

Direct lending

STATI UNITI

La volatilità è aumentata nella prima metà dell'anno, sulla scia delle crescenti preoccupazioni relative alle trasformazioni indotte dall'AI nel settore del software e delle crescenti tensioni geopolitiche.

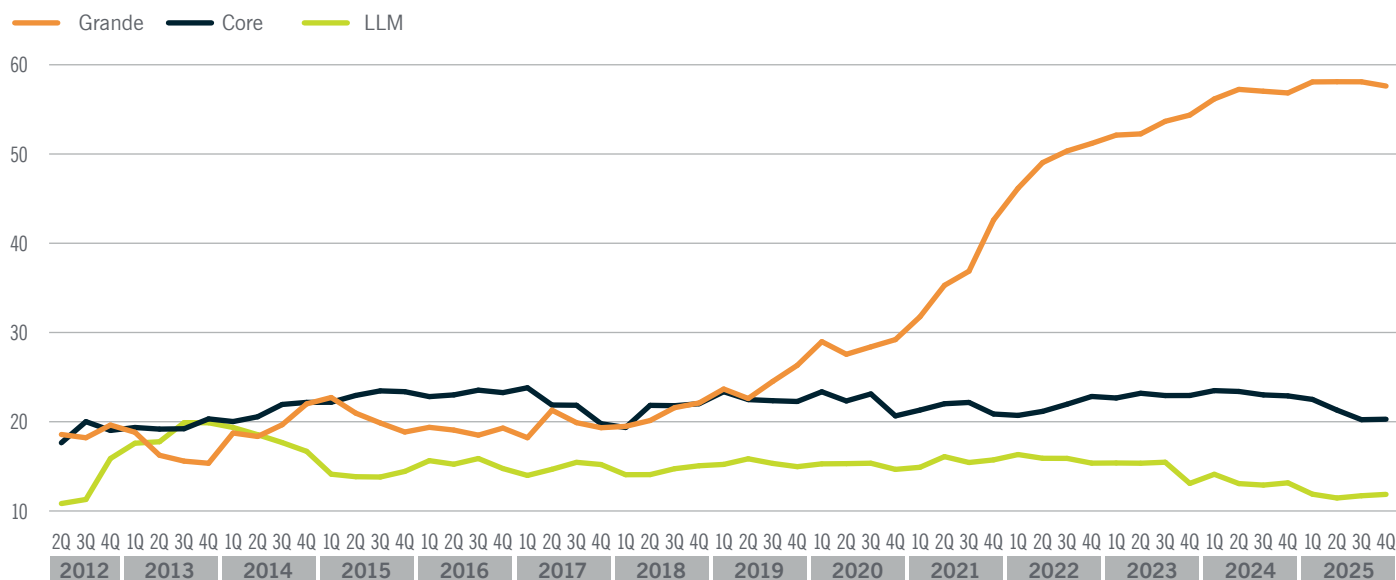
L'incertezza continuerà probabilmente a caratterizzare il 2026, mentre gli investitori affrontano le elezioni di mid term negli Stati Uniti e un ciclo economico in fase di maturazione. In questo contesto, un'allocazione al direct lending statunitense può migliorare i rendimenti corretti per il rischio e offrire rendimenti interessanti, fornendo al contempo vantaggi di diversificazione che operano in due modi distinti: all'interno del portafoglio e attraverso il portafoglio stesso.

All'interno del portafoglio, il rischio di concentrazione può assumere molte forme: settoriale, relativa allo sponsor, alla dimensione della posizione e geografica. La crescita dell'AI e il potenziale di rivoluzione hanno determinato un maggior focus sull'esposizione al settore dei software. Sebbene oggi il software sia al centro dell'attenzione, domani potrebbe esserci un settore o un comparto diverso. È proprio per questo che è fondamentale evitare posizioni concentrate in un singolo settore o in un singolo mutuatario. Un portafoglio ben diversificato consente una maggiore protezione da specifiche sacche di tensione, aumentando la capacità di generare rendimenti costanti e duraturi nel tempo.

È qui che entra in gioco il middle market core, aziende con un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di dollari di EBITDA, che possono offrire un vantaggio strutturale. Essendo il segmento più

Figura 8: La sovrapposizione per il segmento medio-alto è aumentata significativamente rispetto al segmento centrale e a quello medio-basso

Sovrapposizione media ponderata del portafoglio per segmento di mercato al 31 2025 (%)



Fonte: documenti societari e ricerche di Raymond James.

ampio tra le società private, rappresenta l'insieme di opportunità più vasto e diversificato.

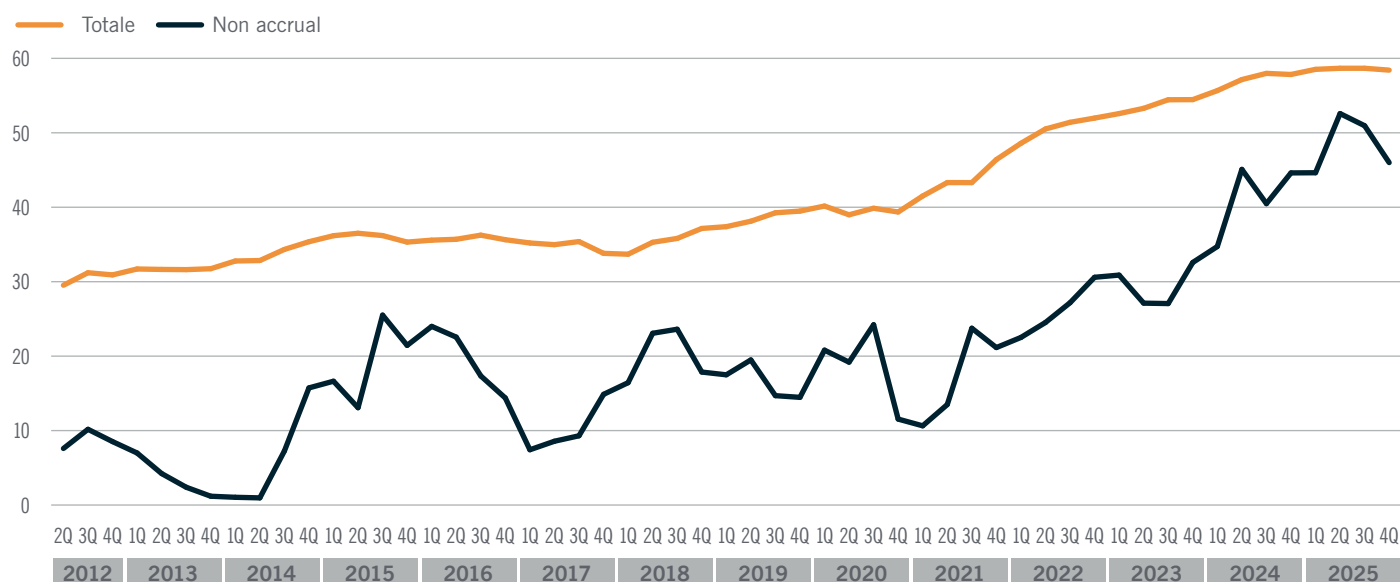
Analizzando il portafoglio, la selezione di strategie e gestori è ugualmente importante per ottenere una vera diversificazione. Negli ultimi dieci anni, la sovrapposizione complessiva dei portafogli tra i gestori lower e core middle market di BDC di private credit è rimasta stabile intorno al 10–20%, mentre quella tra i gestori del segmento upper middle market è salita al 60% negli ultimi cinque anni (Figura 8). Sebbene la sovrapposizione non sia necessariamente negativa quando la performance è forte, negli ultimi cinque anni abbiamo anche osservato un graduale aumento della sovrapposizione dei crediti non accrual, che riflette l'impatto di un maggiore rischio di correlazione legato alla crescente concentrazione del portafoglio (Figura 9).⁷

Ciò sottolinea l'importanza della strategia e di un sourcing differenziato delle operazioni, con la capacità del gestore di accedere a opportunità di investimento uniche e di alta qualità. Man mano che l'impatto dell'AI si fa sentire e persiste una più ampia incertezza macroeconomica, la dispersione tra i gestori probabilmente aumenterà, rendendo ancora più importante collaborare con coloro che vantano un track record comprovato, hanno storicamente registrato perdite contenute e hanno protetto il capitale degli investitori. La selezione dei gestori non è mai stata così cruciale.

In definitiva, i periodi di volatilità ci ricordano perché un'esposizione ponderata e diversificata alla classe di attività sia fondamentale per ottenere durata e stabilità.

Figura 9: L'impatto di un maggiore rischio di correlazione con l'aumento della sovrapposizione del portafoglio

Media ponderata della sovrapposizione del portafoglio BDC rispetto ai titoli non accrual al 31 dicembre 2025 (%)



Fonte: documenti societari e ricerche di Raymond James.

EUROPA

Nel corso dei cicli economici, i risultati migliori del credito privato sono stati generalmente associati ai prestiti concessi ad aziende di alta qualità operanti in settori difensivi, sostenute da strutture patrimoniali conservative e da sponsor esperti.

Le tensioni in questa asset class — come le recenti preoccupazioni relative alle società di software esposte al settore dell'AI e le continue richieste di rimborso — tendono a emergere quando gli standard di sottoscrizione si indeboliscono, la leva finanziaria diventa eccessiva, le tutele contrattuali si erodono o le ipotesi di rendimento a livello di singolo asset non si concretizzano come previsto. Nei contesti più difficili, i risultati sono spesso determinati dalla qualità delle tutele negoziate dai finanziatori al momento dell'erogazione, tra cui clausole restrittive, pacchetti di garanzie e diritti di governance.

Nonostante queste preoccupazioni, la performance creditizia sottostante è rimasta solida. In Europa, il mercato continua a beneficiare di fattori di crescita strutturali a lungo termine, sia dal lato dell'offerta che da quello della domanda, tra cui il ridimensionamento del credito bancario tradizionale e la domanda istituzionale sostenuta di soluzioni di reddito a tasso variabile.

Una caratteristica distintiva del mercato europeo del direct lending è la composizione della sua base di capitale, prevalentemente istituzionale e impegnata attraverso strutture a lunga duration, con vincoli di liquidità. Questa base di capitale paziente sostiene un impiego disciplinato del capitale e consente ai gestori di operare come partner finanziari di lungo termine, piuttosto che come semplici finanziatori transazionali.

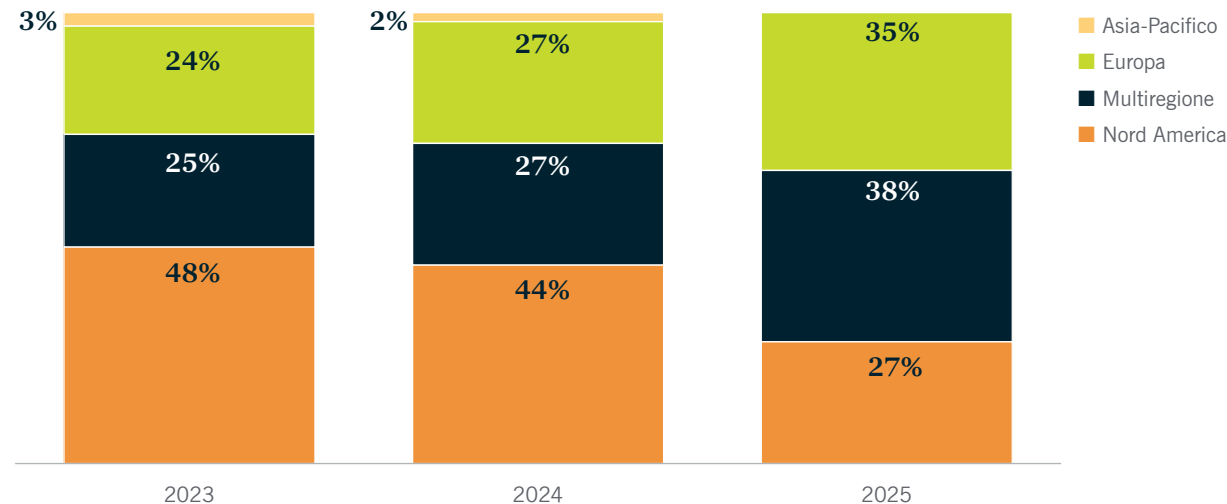
Il credito privato europeo ha inoltre continuato ad attrarre allocazioni sempre maggiori da parte degli investitori globali. Le allocazioni verso strategie di credito privato europee e multiregionali, rispetto a quelle statunitensi, hanno registrato un aumento significativo nel 2025 (Figura 11). Si prevede che questa tendenza continui, poiché gli investitori apprezzano sempre di più i vantaggi di diversificazione offerti dall'esposizione europea, tra cui la composizione settoriale, il profilo dei mutuatari e fattori economici distintivi rispetto ad altri mercati.

Gli investitori dovrebbero continuare a concentrarsi sulla selezione dei gestori, sulla disciplina di sottoscrizione e sulla diversificazione. L'origination basata su relazioni bilaterali può fornire un accesso differenziato a società di alta qualità del middle market, oltre a un maggiore controllo sulla strutturazione delle operazioni. Altrettanto importanti sono la costruzione conservativa del portafoglio, la gestione attiva e rigorosi sistemi di monitoraggio, volti a mitigare i rischi di concentrazione e di correlazione.

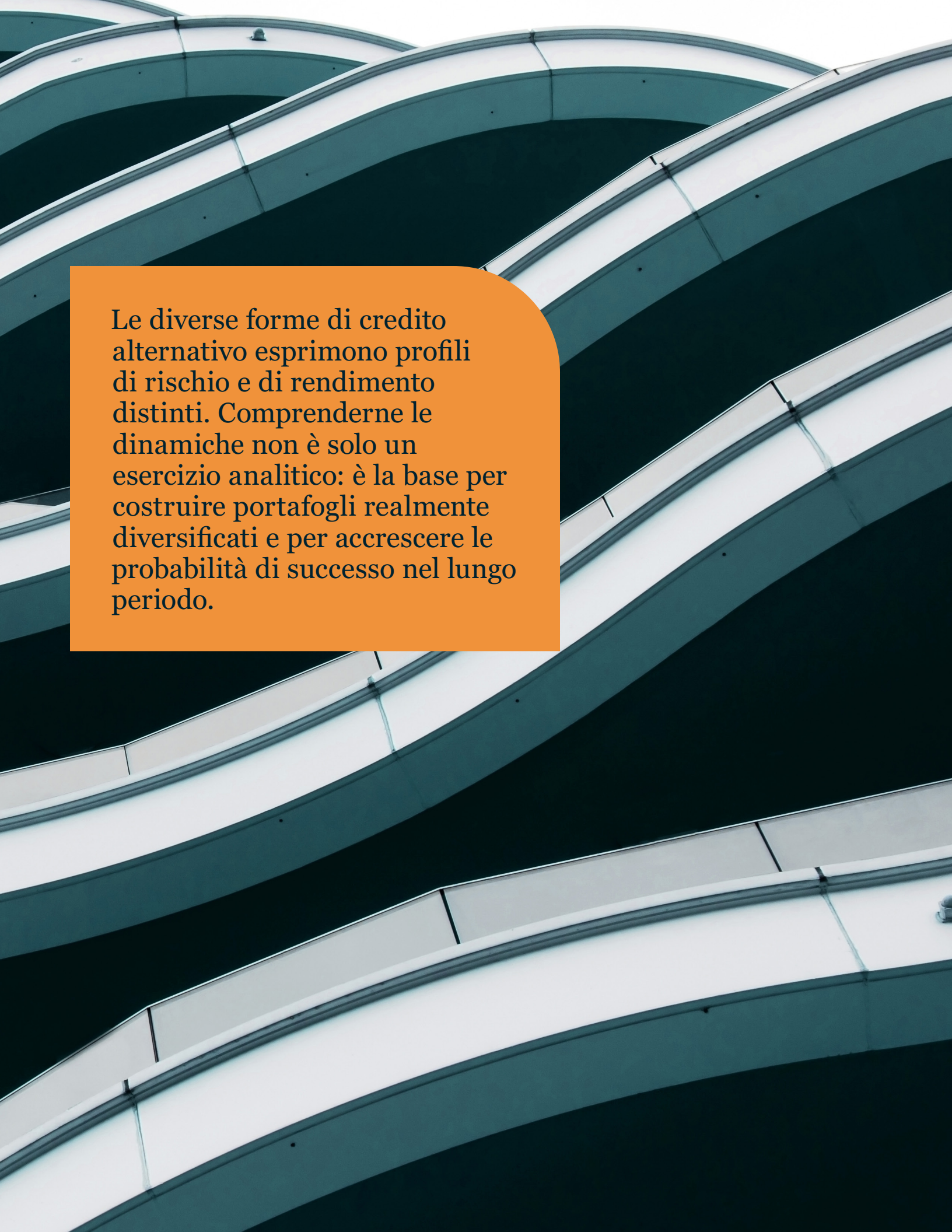
L'innovazione di prodotto prosegue nelle strutture evergreen e a capitale variabile, in particolare nel canale del wealth management, sebbene la formazione degli investitori e la trasparenza rimangano fondamentali. Condizioni di liquidità chiare, solide metodologie di valutazione e adeguate tutele per gli investitori sono essenziali per mantenere la fiducia nel corso dei cicli di mercato. Anche i mercati secondari del credito privato stanno emergendo come una fonte sempre più importante di liquidità e flessibilità nella gestione del portafoglio, sostenendo la continua maturazione dell'asset class.

Figura 11: Le allocazioni verso strategie europee e multiregionali sono in aumento

Fundraising per regione



Fonte: With Intelligence; Global Private Credit Outlook 2026.



Le diverse forme di credito alternativo esprimono profili di rischio e di rendimento distinti. Comprenderne le dinamiche non è solo un esercizio analitico: è la base per costruire portafogli realmente diversificati e per accrescere le probabilità di successo nel lungo periodo.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito [nuveen.com/ alternativecredit](https://nuveen.com/alternativecredit)

Note finali

- 1 Fonte: Dati di Preqin relativi ai fondi di raccolta di capitali privati, estratti il 27 maggio 2026
- 2 Torrijos, R., & Allaway, O. (2025). Rapporto sui lanci del terzo trimestre 2025: informatica avanzata. PitchBook Data, Inc. <https://pitchbook.com/news/reports>
- 3 InfraLogic (consultato il 5 maggio 2026)
- 4 Nicoll, Alex (15 aprile 2026). I fondi di credito privato hanno dovuto far fronte a una corsa ai rimborsi pari a 20 miliardi di dollari. Ecco 3 grafici che mostrano quanto hanno ottenuto gli investitori. Business Insider. <https://www.businessinsider.com/private-credit-20-billion-redemption-data-blue-owl-blackstone-apollo-2026-4>
- 5 Dati basati sugli investimenti di Nuveen
- 6 S&P Global: CLO Spotlight: insolvenze e recuperi delle tranches dei CLO statunitensi al 7 aprile 2026
- 7 Fonte: Raymond James (Rapporto sulle sovrapposizioni del portafoglio BDC del 4° trimestre 2025), dati aggiornati a dicembre 2025

Il presente materiale non intende costituire una raccomandazione o una consulenza in materia di investimenti, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia di investimento e non viene fornito in qualità di consulente fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifiche di alcun investitore in particolare, né suggeriscono alcuna linea di condotta specifica. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e previa consultazione con i propri consulenti finanziari. Le opinioni e i pareri espressi hanno esclusivamente scopo informativo ed educativo alla data di produzione/redazione e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso in base a numerosi fattori, quali le condizioni di mercato o di altro tipo, gli sviluppi normativi e legislativi, ulteriori rischi e incertezze, e potrebbero non verificarsi. Il presente materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica.

Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e la composizione del portafoglio proposta o prevista. Eventuali modifiche alle ipotesi che potrebbero aver

eventuali errori commessi nella preparazione del presente materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni qui riportate a titolo esemplificativo. **I dati relativi alle performance riportati si riferiscono a risultati passati e non costituiscono una previsione né una garanzia dei risultati futuri.** Investire comporta dei 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'attuale accuratezza, affidabilità o completezza di tali informazioni, né si assume alcuna responsabilità per le decisioni basate su di esse, sulle quali non si dovrebbe fare affidamento in quanto tali. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, si prega di consultare il glossario su nuveen.com. Si prega di notare che non è possibile investire direttamente in un indice.

Informazioni importanti sul rischio

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

Gli investimenti immobiliari sono soggetti a vari rischi associati alla proprietà di attività immobiliari, tra cui fluttuazioni del valore degli immobili, spese più elevate o redditi inferiori alle attese, potenziali problemi ambientali e responsabilità, nonché rischi legati alla locazione degli immobili.

L'investimento responsabile integra fattori di Environmental, Social and Governance (ESG) che possono influire sull'esposizione verso emittenti, settori e industrie, limitando il tipo e il numero di opportunità di investimento disponibili, il che potrebbe comportare l'esclusione di investimenti che registrano buoni risultati.

Gli investimenti in prestiti del mercato medio sono soggetti a determinati rischi quali: rischio di credito, liquidità limitata, rischio di tasso d'interesse, rischio di cambio, rischio di rimborso anticipato e di proroga, rischio di inflazione e rischio di perdita di capitale.

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

NON ASSICURATO DALLA FDIC | SENZA GARANZIA BANCARIA | IL VALORE POTREBBE DIMINUIRE