



PRIVATE CREDIT

PMI europee: opportunità nel debito privato, ma senza scorciatoie



SANDRINE RICHARD
Head of Direct Private Debt,
Generali Asset Management

Il debito privato europeo entra nel 2026 sostenuto dalla persistente domanda degli investitori di rendimento, diversificazione e impatto sull'economia reale. Nonostante un contesto macroeconomico più debole e alcuni casi isolati di default che hanno attirato l'attenzione dei media, riteniamo che il mercato rimanga fondamentalmente solido e offra numerose opportunità per investitori nel credito disciplinati, con competenze settoriali e solide relazioni con gli sponsor. In questo scenario, tre temi guidano il nostro approccio.

1. Un contesto economico in deterioramento

L'attività economica in Europa sta rallentando, poiché le condizioni finanziarie più restrittive, una domanda dei consumatori più debole e l'incertezza geopolitica pesano sulla crescita. I recenti default, in particolare negli Stati Uniti, hanno fatto notizia, ma per noi rientrano nel normale ciclo di rischio e non sono né senza precedenti né sistemici. Al contrario, rafforzano un punto chiave: contesti più fragili richiedono una selezione del credito più rigorosa. Prestiamo maggiore attenzione agli scenari di stress, ai rischi di rifinanziamento e ai settori in cui il potere di determinazione dei prezzi si sta indebolendo. Vediamo una serie di opportunità interessanti, che come sempre richiedono precisione e selettività.

2. Rivalutazione del rischio

Con costi di finanziamento più elevati e duraturi e banche che continuano a ridurre l'esposizione, i finanziatori privati svolgono un ruolo cruciale, ma devono essere vigili. Ci concentriamo su posizioni first lien secured, leve finanziarie disciplinate e covenant rigorosi per proteggere

gli investitori. Rimane essenziale un forte allineamento degli sponsor. Il flusso di operazioni rimane robusto, in particolare nel segmento lower mid-market europeo, dove le PMI continuano a cercare soluzioni di finanziamento a lungo termine basate su relazioni consolidate.

3. Il ruolo crescente del debito privato ESG e delle PMI

Le PMI integrano le considerazioni ESG nelle fondamenta dei loro modelli di business, piuttosto che adattarle in un secondo momento come accade spesso nelle grandi aziende più complesse. Queste imprese stanno creando i prodotti e i servizi necessari per un mondo in evoluzione e sono i leader industriali di domani. Tuttavia, seppur le PMI guidano l'innovazione, sono poco servite dalle banche tradizionali. Il debito privato può sostenere direttamente queste aziende innovative attraverso finanziamenti legati a KPI chiari e misurabili. Le aspettative degli investitori si muovono nella stessa direzione: oltre l'80% degli investitori globali richiede oramai ai gestori di dimostrare una strategia di investimento sostenibile¹. Con perdite economiche legate al clima che hanno superato i €300mld a livello globale nel 2024², riteniamo che un'integrazione più profonda dell'ESG sia una responsabilità, non una tendenza, oltre che un'opportunità.

In sintesi, crediamo che il 2026 premierà gli investitori selettivi, allineati alla sostenibilità e orientati alle soluzioni, capaci di navigare l'incertezza macroeconomica mentre finanziano la prossima generazione di leader aziendali europei.

Un anno decisivo per il mercato secondario del private credit

Entrando nel 2026, riteniamo che il mercato secondario del private credit stia passando da semplice strumento di liquidità emergente a pilastro strategico nell'allocatione dei mercati privati. Il volume delle transazioni è spinto da una combinazione di crescita strutturale, evoluzione delle infrastrutture di mercato e cambiamento delle esigenze degli investitori. L'asset class del private credit oggi vale circa 1,7 trilioni di dollari e si prevede cresca a un tasso annuo del 15%, creando una base significativa da cui emergeranno le operazioni sul mercato secondario³.

Questa crescita è rafforzata dall'aumento della volatilità di mercato, che spinge gli investitori a cercare rendimenti relativamente stabili e prevedibili associati al private credit. Il mercato secondario è diventato uno strumento privilegiato per ottenere liquidità, ribilanciare i portafogli e migliorare i rendimenti. I volumi delle transazioni sono aumentati notevolmente, passando da \$3-5 miliardi all'anno a oltre \$10 miliardi negli ultimi anni. Prevediamo che raggiungeranno i \$40-50 miliardi all'anno nei prossimi 3-5 anni, trainati dal crescente adoption rate da parte degli investitori. Le dimensioni delle operazioni ora variano spesso da \$100 milioni a \$1 miliardo, riflettendo la crescente scala e sofisticazione del mercato⁴. Ciò che, a nostro avviso, aumenta in modo significativo l'attrattiva del mercato secondario del private credit è la possibilità di acquisire portafogli già maturi, spesso a sconto. Questo può generare un incremento immediato del valore complessivo rispetto al capitale versato e consentire agli investitori di beneficiare di durate più brevi, un impiego più rapido del capitale e un profilo di distribuzione accelerato. Questi portafogli sono generalmente costituiti da fondi

prossimi o oltre il loro periodo di investimento, già focalizzati sulla monetizzazione e in grado di fornire pagamenti regolari di interessi dai prestiti sottostanti. Questa combinazione di rendimento ed efficienza del capitale è difficile da replicare altrove nei mercati privati

L'infrastruttura che sostiene il mercato è maturata in modo significativo. Sono emersi fondi e advisor specializzati con strutture di capitale allineate ai rendimenti del credito, consentendo operazioni più complesse, tra cui portafogli di fondi, vendite guidate da LP (investori), soluzioni guidate da GP (gestori), continuation vehicles e operazioni di bilancio. Sul lato della vendita, gli LP stanno utilizzando in modo proattivo i secondari, non solo per la liquidità, ma anche per consolidare i rapporti con i GP e orientarsi verso esposizioni più opportunistiche. Anche i GP contribuiscono al flusso di operazioni cercando di accelerare le distribuzioni e ampliando la base di investitori principalmente attraverso continuation vehicles. Ci sono ancora alcune caratteristiche di un mercato in via di sviluppo. Gli spread bid-ask persistono in segmenti specifici, come i fondi di opportunità di credito, e l'attività di underwriting può essere complessa – focalizzata sulla generazione di reddito, la preservazione del capitale e l'individuazione di valore implicito, come le opportunità di "pull to par". Ma sono proprio queste dinamiche che, a nostro avviso, premiano i gestori con profonda competenza nel credito e solide capacità di origination. In sintesi, il set di opportunità si sta espandendo rapidamente e riteniamo che il mercato secondario del private credit sia sulla traiettoria di una crescita continua e potenzialmente accelerata nel 2026 e oltre.



MARCO BUSCA
Head of Indirect Private Debt,
Generali Asset Management

¹ Fonte: Morgan Stanley, Dicembre 2024.

² Fonte: Munich Re, 2025

³ Fonte: Brookfield, Marzo 2025

⁴ Fonte: Jeffries, Luglio 2025

Direct lending negli Stati Uniti: atteso un incremento del deal flow nel 2026



SEAN SULLIVAN

Head of Private Credit,
Octagon Credit Investors

Il mercato del direct lending statunitense ha continuato la sua espansione nel 2025, superando il trilione di dollari¹. Riteniamo che il flusso di operazioni nel prestito diretto sia destinato ad accelerare nel 2026, trainato dall'elevata disponibilità di capitale privato "dry powder" nel private equity (PE), dal progressivo invecchiamento delle partecipazioni nei portafogli PE e da un contesto dei tassi d'interesse più favorevole.

I Private Equity sono il motore principale del flusso di operazioni di direct lending, rappresentando il 75% del volume delle transazioni nel 2025². Riteniamo che PE entrerà nel 2026 con livelli storicamente elevati di "dry powder", dopo diversi anni di forte raccolta e un contesto M&A attenuato. Il patrimonio gestito dal PE statunitense ha raggiunto i \$3,6 trilioni a fine 2024, con circa \$1 trilione di liquidità disponibile, pari a circa il 25% della classe di attività e all'incirca equivalente alle dimensioni dell'intero mercato del prestito diretto³. Con la normalizzazione delle aspettative di valutazione, gli sponsor sono sempre più motivati a perseguire nuovi platform investments e acquisizioni add-on, rafforzando la domanda di soluzioni di direct lending grazie alla certezza di esecuzione e alla flessibilità strutturale.

L'aumento dei multipli di acquisto rispetto al passato, combinato con l'incertezza macroeconomica, ha determinato un prolungamento dei periodi di detenzione

delle società nei fondi di Private Equity, arrivando a 3,8 anni, il livello più alto dal 2011. Questo scenario sta generando pressione sugli LP (investitori) per la restituzione del capitale.³ Man mano che queste società crescono fino a raggiungere le loro valutazioni, gli sponsor cercheranno sempre più di uscire dalle loro posizioni.

Prospects for additional rate cuts in 2026 should narrow valuation gaps, improve borrower affordability, and strengthen sponsors' conviction to transact. A more accommodative policy backdrop also boosts overall M&A activity, which we think creates a broader tailwind for leveraged deal flow which allows lenders to be more selective.

Le prospettive di ulteriori tagli dei tassi nel 2026 dovrebbero ridurre i gap di valutazione, migliorare l'accessibilità dei mutuatari e rafforzare la convinzione degli sponsor nel concludere operazioni. Un contesto di politica monetaria più accomodante stimola anche l'attività di M&A, creando a nostro avviso un vento favorevole per il flusso di operazioni con leva finanziaria, che consente ai finanziatori di essere più selettivi.

¹Fonte: BofA Global Research, «CLO Weekly - Prospettive per il credito privato nel 2026: interessi di picco vs interessi PIK» (16 novembre 2025).

²Fonte: Morgan Stanley, «Valutazione del prestito diretto: analisi della sostenibilità e dell'equilibrio tra domanda e offerta» (ottobre 2025).

³Fonte: Pitchbook LCD, «Q3 2025 US PE Breakdown» (30 settembre 2025).



REAL ESTATE

Fondamentali solidi nel resiliente settore immobiliare europeo



MICHEL TE PASKE

Head of Investor Relations and
Capital Raising,
Generali Real Estate

Le prospettive economiche europee stanno migliorando un po' alla volta, anche se c'è ancora un po' di incertezza geopolitica e volatilità legata al mercato, come abbiamo visto all'inizio dell'anno. La crescita nell'area dell'euro dovrebbe rimanere stabile, grazie all'aumento dei salari reali, alla resilienza dei mercati del lavoro e alla spesa fiscale mirata, soprattutto nelle infrastrutture e nella difesa. Anche se l'aumento dei dazi statunitensi pesa sulle esportazioni, la riduzione dell'incertezza politica e le aspettative di un ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento potrebbero migliorare il sentiment del mercato. Guardando al futuro, l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi intorno all'obiettivo medio del 2% fissato dalla BCE, mentre i rischi per la crescita rimangono orientati al ribasso, con le tensioni commerciali globali e la potenziale debolezza della domanda estera che potrebbero rappresentare dei freni. In questo contesto in miglioramento, pensiamo che la logistica, gli uffici, il commercio al dettaglio, l'ospitalità e il debito immobiliare commerciale saranno temi interessanti nel settore immobiliare europeo fino al 2026.

Il settore logistico europeo continua a essere interessante, grazie alla crescita continua dell'e-commerce e al passaggio da modelli di supply chain "just-in-time" a modelli "just-in-case". C'è una forte domanda di immobili ben localizzati lungo i principali corridoi di trasporto, spinta dai bassi tassi di sfritto e dall'offerta limitata di nuovi immobili. Questi immobili offrono un solido potenziale di rivalutazione, che sostiene la crescita futura dei flussi di cassa.

Il settore degli uffici sta vivendo una forte differenziazione, con gli immobili di prima qualità e in ottima posizione che continuano ad avere una domanda forte da parte di chi cerca

spazi che diano importanza alla posizione, ai servizi per gli affittuari e alle credenziali ESG. Le grandi aziende possono permettersi di dare la priorità alla qualità degli spazi piuttosto che al risparmio, dato che gli immobili rappresentano solo una piccola parte delle loro spese complessive. Le difficoltà di approvvigionamento nei mercati principali, insieme al numero limitato di nuovi progetti completati nelle zone più ambite, stanno facendo sì che l'aumento degli affitti diventi una caratteristica strutturale nel breve-medio termine, soprattutto nei principali quartieri degli affari (CBD).

Il settore retail si è adattato alle sfide dello shopping online e a un decennio di pressione sugli affitti. I centri commerciali più importanti nelle zone chiave stanno andando bene. Con i valori degli immobili che si sono adeguati e la nuova offerta ai minimi storici, il settore è resiliente e ha prospettive positive.

Il settore dell'ospitalità sta approfittando della crescita del turismo globale, che sta spingendo ristrutturazioni e nuovi sviluppi. I viaggi di piacere guidano la ripresa, mentre la domanda cresce nei mercati urbani ricchi di cultura. Il settore offre opportunità per strategie a valore aggiunto e strategie core a lungo termine.

Infine, nel settore dei debiti immobiliari commerciali, i prestiti alternativi stanno diventando sempre più popolari, visto che le banche stanno assumendo un atteggiamento più cauto. Gli istituti di credito non bancari stanno colmando il vuoto con prestiti immobiliari senior a tasso variabile e rapporti LTV conservativi (~50-60%). Queste strutture offrono resilienza nei mercati volatili e una copertura contro l'aumento dei tassi di interesse, rendendole un'opzione interessante per gli investitori che cercano stabilità.



INFRASTRUCTURE

Un ampio ventaglio di opportunità nell'infrastruttura europea

Le infrastrutture continuano a distinguersi come un asset class resiliente e dinamica, con prospettive solide anche per il 2026.

Il mercato europeo delle infrastrutture offre opportunità di investimento interessanti e resilienti, sostenute da megatrend strutturali e da un solido sostegno politico. I due imperativi della decarbonizzazione e della digitalizzazione stanno ridefinendo le economie, creando una domanda senza precedenti di capitali per finanziare asset essenziali. Secondo la Commissione Europea, tra il 2025 e il 2031 saranno necessari ulteriori €5,4 trilioni per raggiungere gli obiettivi climatici e di connettività, con un deficit di finanziamento annuo compreso tra €400 e €600 miliardi che i mercati privati dovranno colmare. Gli investitori istituzionali sono sempre più attratti dalle infrastrutture per le loro caratteristiche distinte: flussi di cassa stabili indicizzati all'inflazione, bassa correlazione con i mercati pubblici e protezione al ribasso. Queste caratteristiche rendono le infrastrutture un potente strumento di diversificazione e una fonte di reddito prevedibile in tutti i cicli. In Europa, l'opportunità abbraccia sia le strategie equity che debt, offrendo flessibilità in tutta la struttura del capitale. Le strategie obbligazionarie a rendimento potenziato possono offrire rendimenti pari a Euribor + 550-600 pbs, mentre gli investimenti azionari core-plus puntano a un IRR lordo superiore al 13%, combinando il rendimento con la creazione di valore a lungo termine¹.

La nostra convinzione settoriale per il 2026, e oltre, si basa su solidi fondamentali di lungo periodo:

- **Transizione energetica:** la decarbonizzazione è passata dall'essere un'aspirazione politica a una necessità economica, alimentata anche dall'esigenza di una maggiore sicurezza energetica. La produzione di energia

rinnovabile (solare, eolica, idroelettrica, biogas) e i sistemi di accumulo di energia in batterie costituiscono la spina dorsale della transizione energetica.

- **Trasformazione digitale:** la forte crescita dei dati, il cloud computing e l'intelligenza artificiale stanno guidando una domanda esponenziale di data center, reti in fibra ottica e connettività 5G. Le infrastrutture digitali sostenibili sono ora fondamentali quanto lo erano un tempo i trasporti o le reti elettriche.
- **Trasporti decarbonizzati:** l'elettrificazione dei trasporti personali e pubblici e gli investimenti nel trasporto ferroviario merci e nei sistemi di trasporto pubblico stanno ridefinendo la mobilità e la logistica, sostenendo al contempo gli obiettivi di decarbonizzazione.
- **Ambiente, acqua e rifiuti:** la regolamentazione dell'economia circolare e la scarsità delle risorse stanno catalizzando gli investimenti in piattaforme di riciclaggio, impianti di trattamento delle acque e soluzioni di efficienza industriale. Entro il 2030, l'UE mira a riciclare il 65% dei rifiuti di imballaggio e a smaltire in discarica meno del 10% dei rifiuti totali, creando un ampio mercato accessibile per gli operatori sostenibili.

Sebbene i fabbisogni di investimento in questi settori siano estremamente elevati, una parte significativa delle opportunità di allocazione del capitale si trova nel segmento mid-market, che può offrire alcune delle proposte di valore più interessanti. Per gli investitori, le infrastrutture europee rappresentano una rara combinazione di scala, sostenibilità e resilienza. Con gestori esperti che investono rapidamente e integrano obiettivi ESG, riteniamo che questa asset class si confermi come pietra miliare per portafogli orientati a performance di lungo termine e rischio controllato, nel 2026 e negli anni a venire.



GILLES LENGAIGNE

Managing Partner, Head of Origination and Corporate Development, Infrantry

Rendimenti difensivi, letteralmente: come lo sviluppo dell'energia pulita in Europa sta ottenendo un nuovo slancio strutturale

Per gli investitori istituzionali, il 2026 segna un momento cruciale nel panorama energetico europeo, che vedrà l'Europa entrare in una fase in cui l'utilizzo di energia pulita, la resilienza dei sistemi e le tematiche di sicurezza saranno sempre più interconnessi. A livello politico, industriale e degli investimenti, c'è sempre più consapevolezza che i sistemi energetici devono essere più resilienti e meno dipendenti dai combustibili importati o da fonti di approvvigionamento concentrate. Di conseguenza, le infrastrutture rinnovabili greenfield stanno passando dall'essere una priorità in linea con il clima a diventare un pilastro centrale della pianificazione della stabilità a lungo termine dell'Europa.

I recenti accadimenti hanno mostrato come le debolezze dei sistemi energetici possano rapidamente tradursi in un'esposizione economica più ampia. Questo ha spinto i responsabili politici a rafforzare la produzione interna, diversificare gli input energetici e migliorare la flessibilità. In questo contesto, l'energia rinnovabile, lo stoccaggio in batterie e le nuove infrastrutture di rete sono apprezzati non solo per la decarbonizzazione, ma anche per i vantaggi in termini di sicurezza derivanti dalla generazione distribuita, dalla maggiore ridondanza e dalla ridotta dipendenza da fonti energetiche concentrate e dalle importazioni di energia dall'estero.

Per gli investitori, è importante sapere che il cambiamento di mentalità verso la difesa e la resilienza sta accelerando la formazione di capitale. Le istituzioni pubbliche stanno investendo più risorse nell'innovazione a duplice uso e nelle infrastrutture che supportano la competitività industriale, mentre il capitale privato punta sempre più

su beni in linea con queste esigenze di sistema di lungo termine. In pratica, questo sta portando a un aumento degli investimenti in tecnologie che garantiscono elettrificazione sicura, fornitura di energia affidabile e continuità operativa. Questo rappresenta un vantaggio duraturo per le nuove infrastrutture pulite, con chiare implicazioni commerciali e finanziarie positive per gli investitori che allocano risorse in questa asset class.

Per Sosteneo, queste dinamiche confermano quanto sia importante la nostra strategia. Le energie rinnovabili greenfield, lo stoccaggio in batterie e le infrastrutture di rete potenziate offrono l'approvvigionamento resiliente e a prova di futuro che l'Europa sta cercando di espandere. Il nostro approccio industriale e la nostra capacità di collaborare con le utility ci permettono di realizzare questi progetti velocemente, beneficiando al contempo di ricavi contrattuali a lungo termine che si adattano bene ai portafogli istituzionali. Il risultato è l'accesso a infrastrutture essenziali che risolvono le sfide a livello di sistema, insieme a un potenziale di rendimento interessante e a un profilo di flusso di cassa stabile che gli investitori si aspettano dalla loro allocazione infrastrutturale.

Nel 2026, l'interazione tra la resilienza del sistema energetico e l'agenda più ampia in materia di sicurezza continuerà a plasmare gli investimenti infrastrutturali in tutta Europa. Gli investitori che collaborano con gestori specializzati in grado di creare, strutturare e fornire nuovi asset critici nel settore dell'energia pulita saranno in una posizione ottimale per cogliere la prossima fase di crescita..



CHRISTOPHER DEVES

Partner and Head of Investor Relations, Sosteneo Infrastructure Partners

¹ Fonte: Infrantry dati alla fine di Novembre.



GENERALI
INVESTMENTS

Grazie.

www.generali-investments.com

INFORMAZIONI IMPORTANTI

La presente comunicazione è stata redatta da Generali Investments sulla base di informazioni e opinioni delle società di gestione del risparmio affiliate, attingendo a fonti interne ed esterne al Gruppo Generali. Sebbene tali informazioni siano ritenute affidabili ai fini del presente documento, non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, che tali informazioni o opinioni siano accurate o complete.

Le informazioni, le opinioni, le stime e le proiezioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data di pubblicazione e rappresentano esclusivamente il giudizio della rispettiva società di gestione affiliata e sono soggette a modifiche senza preavviso. Non devono essere considerate come una raccomandazione, esplicita o implicita, di una strategia di investimento o di un consiglio.

Prima di sottoscrivere qualsiasi offerta di servizi di investimento, ogni potenziale cliente riceverà tutti i documenti previsti dalla normativa di volta in volta vigente, che il cliente è tenuto a leggere attentamente prima di prendere qualsiasi decisione di investimento. Le società di gestione del risparmio citate potrebbero aver preso, e potrebbero prendere in futuro, decisioni di investimento per i portafogli in gestione contrarie alle opinioni qui espresse.

Generali Investments e le società di gestione affiliate non si assumono alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni e non saranno responsabili per eventuali danni o perdite derivanti dall'uso improprio delle informazioni qui fornite.

Informazioni su Generali Investments

Generali Investments è una piattaforma di società di gestione del risparmio detenute direttamente o indirettamente da Generali Investments Holding S.p.A., tra cui Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Infranity, Sycomore Asset Management, Aperture Investors LLC (inclusa Aperture Investors UK Ltd), Plenifer Investments S.p.A. Società di gestione del risparmio, Lumyna Investments Limited, Sosteneo S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Real Estate S.p.A. Società di gestione del risparmio, Conning* e, tra le sue controllate, Global Evolution Asset Management A/S — incluse Global Evolution USA, LLC e Global Evolution Fund Management Singapore Pte. Ltd — Octagon Credit Investors, LLC, Pearlmark Real Estate, LLC, MGG Investment Group LP, nonché Generali Investments CEE. *Include Conning, Inc., Conning Asset Management Limited, Conning Asia Pacific Limited, Conning Investment Products, Inc., Goodwin Capital Advisers, Inc. (collettivamente, "Conning").

Fa parte del Gruppo Generali, fondato nel 1831 a Trieste con il nome di Assicurazioni Generali Austro-Italiche ed è uno dei leader nei settori assicurativo e della gestione del risparmio.

Your Partner for Progress.