



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Alcuni spunti sul "debito privato"



T con Zero

La seconda generazione

N.39 - SETTEMBRE 2025

Alcuni spunti sul “debito privato”

La mancanza dei compiti a casa si nota sul mercato così come in classe. (Jim Rohn)

Lo spazio dei *private markets*, degli investimenti nei cosiddetti mercati privati, cioè le partecipazioni assunte in aziende non quotate o i finanziamenti loro concessi, è cresciuto molto negli ultimi anni. Gli Stati Uniti, come spesso accade, si sono mossi con largo anticipo rispetto al resto del mondo, ma ormai anche in Europa e in Asia i mercati privati rappresentano una quota rilevante degli investimenti complessivi, soprattutto per alcune tipologie di investitori, istituzionali o professionali. Del resto, i mercati privati rivestono un'importanza enorme: negli Stati Uniti, l'87% delle aziende con ricavi superiori a 100 milioni non sono quotate in borsa e la percentuale sale al 96% in Europa¹. I *private markets* rappresentano quindi un canale essenziale per connettere gli investitori con la realtà dell'economia. Per questo è giusto che anche *T con Zero* si faccia trovare preparato, con i compiti a casa ben svolti.

Questa nota si concentra sul debito privato, il *private credit*. Si tratta di un mercato che offre alle aziende la possibilità di ampliare l'insieme delle proprie fonti di finanziamento, al di là dei tradizionali canali delle banche e dell'emissione di obbligazioni scambiate in mercati pubblici regolamentati, e concede agli investitori alternative per diversificare il proprio portafoglio di investimenti.

Di che cosa si sta parlando

Meglio procedere con ordine, a partire dalle basi. Quando si parla di *private credit*, si parla di mercato obbligazionario: gli investitori, quindi, prestano denaro a un'azienda. Come tutti gli investitori in strumenti di debito, non sono interessati a partecipare alla crescita della controparte che riceve il finanziamento (in tal caso, la scelta dovrebbe essere quella di acquisire una partecipazione nel capitale sociale), ma a ricevere la restituzione del capitale versato e gli interessi periodici, dall'inizio del prestito fino alla data di rimborso. Chi finanzia un'azienda che cresce, tuttavia, trae un beneficio indiretto, poiché un'attività solida e in espansione può servire agevolmente il proprio debito verso terzi e ripagarlo alla scadenza pattuita.

I dati mostrano come il canale di finanziamento non bancario all'economia, in particolare al settore privato non-finanziario sia cresciuto nel tempo. I grafici 1 e 2 mostrano infatti come la quota dei prestiti bancari sul totale dei finanziamenti erogati alla parte non finanziaria dell'economia sia diminuita costantemente² negli ultimi 25 anni, sia negli Stati Uniti, sia soprattutto in Eurozona. In quest'ultima regione, il finanziamento bancario, che era largamente preponderante, è andato diminuendo rapidamente dopo la Grande Crisi Finanziaria.

Grafico 1: Quota dei finanziamenti bancari all'economia USA, 2000-2024

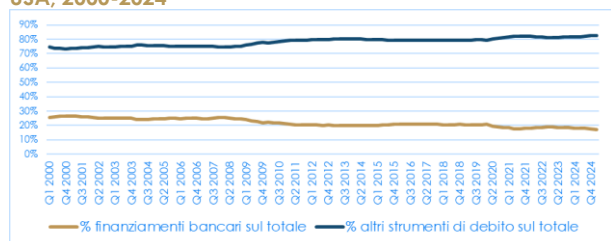
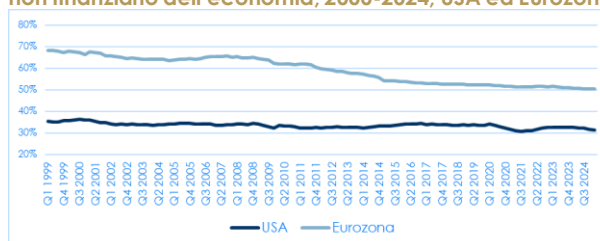


Grafico 2: Quota finanziamenti bancari al settore privato non finanziario dell'economia, 2000-2024, USA ed Eurozona



Il *private credit* non si configura come un'attività di nicchia, come si potrebbe pensare considerando che in passato è stato relativamente meno accessibile, ma al contrario, soprattutto negli Stati Uniti, è parte del canale principale di finanziamento dell'economia, quello non bancario. L'allargamento dell'accesso a una platea di investitori più ampia potrebbe consentire uno sbocco a un mercato già molto grande e potrebbe contribuire a migliorarne la profondità e la liquidità degli scambi. I grafici seguenti mostrano come, nonostante la crescita recente, il *private credit* rappresenti un mondo ancora molto più ristretto rispetto alle obbligazioni societarie

I con Zero

La seconda generazione

N.39 - SETTEMBRE 2025

scambiate in mercati pubblici. Alla fine del 2024, il volume globale dei mercati privati del debito privato era di 1.600 miliardi di Dollari³. Questo numero si confronta con gli oltre 1.1 mila miliardi delle obbligazioni societarie negli Stati Uniti e i 10 mila miliardi in Europa, includendo il settore bancario e finanziario.⁴

Grafico 3: Crescita private markets 2000-2024 e dettaglio geografico (miliardi di Dollari)



Grafico 4: Ripartizione del mercato del private credit tra le principali regioni globali, 2000-2024

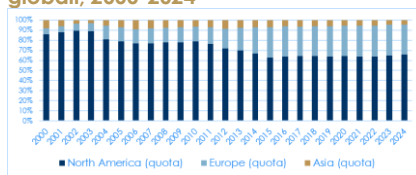
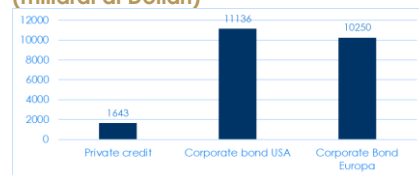


Grafico 5: Private credit vs mercato obbligazioni societarie pubblico, 2024 (miliardi di Dollari)



Di (il)liquidità, premi di rendimento, orizzonti temporali e altre questioni

Non si può parlare di *private markets* senza menzionare l'illiquidità: il fatto che i rendimenti storici dei mercati privati abbiano spesso superato quelli del mondo quotato risponde a una logica economica: un investitore in *private equity* o *private credit* non ha la stessa flessibilità in ingresso e in uscita che il mondo quotato dei mercati pubblici, sia obbligazionari, sia azionari, consente. A fronte di questa limitazione molto seria, è corretto richiedere un rendimento aggiuntivo, al quale spesso ci si riferisce come *premio per l'illiquidità*. I grafici che seguono mostrano come, in effetti, negli ultimi 15 anni, il differenziale di rendimento tra *private credit* e obbligazioni societarie ad alto rendimento (per scegliere la categoria più rischiosa) negli USA e in Europa sia stato molto ampio.⁵ Stessa cosa negli ultimi

Grafico 6: Performance e volatilità⁶ annualizzate di varie attività, 2010-2025

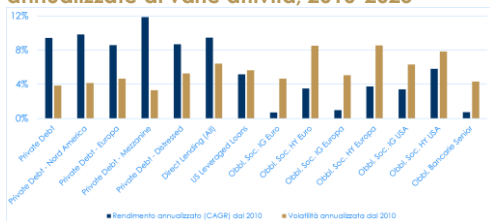
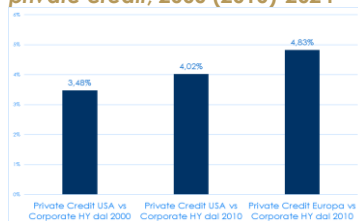


Grafico 7: Premio per l'illiquidità private credit, 2000 (2010)-2024



quale emergano prezzi chiari, con alta frequenza, da un lato rappresenta un rischio, dall'altro riduce la volatilità. Per questo motivo, confrontare i livelli di volatilità tra mercati privati e pubblici può apparire un esercizio di limitata utilità per paragonare i rischi, ed è giusto considerare i *private markets* attività dal profilo di rischio comunque elevato, al di là dei numeri, proprio per tenere conto della questione dell'illiquidità, che è di grande rilevanza. Gli investimenti in *private credit*, che tendenzialmente offrono distribuzioni cedolari più corpose rispetto al mondo dei mercati pubblici del debito e spesso hanno un costo del finanziamento variabile, possono presentare un rischio di *duration*, cioè di sensibilità dei prezzi ai movimenti dei rendimenti di mercato, piuttosto contenuto.

L'illiquidità presenta anche un aspetto positivo: limitare le possibilità di ingresso e uscita dall'investimento a momenti specifici e spesso distanti nel tempo può aiutare investitori tendenzialmente di lungo periodo a mantenere il corretto orizzonte temporale. L'assenza di flessibilità, in ingresso e di uscita, e di prezzi visibili e mobili può permettere infatti di evitare le decisioni d'impulso e frettolose che spesso nascono da reazioni emotive a oscillazioni disordinate dei mercati finanziari. L'introduzione di strumenti *evergreen*, o semiliquidi, nel campo dei *private markets* e la loro crescente penetrazione contribuiscono a mitigare i rischi legati all'illiquidità. Tuttavia, al di là della presenza di finestre regolari di ingresso e uscita, è bene continuare a considerare gli investimenti nei mercati privati come di lungo periodo. L'opzione *evergreen* offre maggiori possibilità di accesso al mercato e a portafogli già completamente, o quasi, investiti, ma l'orizzonte temporale corretto per detenerli rimane esteso.

Ultimo punto di questa parte, ma non per importanza: la qualità del credito dei mercati privati è stata ragionevolmente alta nel passato. Oltre al fatto che chi finanzia aziende nei mercati privati ha storicamente chiesto, e spesso ottenuto, collateral di alta qualità come garanzia, e tende a svolgere analisi approfondite dirette senza poter ricorrere a studi di terzi, se non in rari casi, i tassi di fallimento e le perdite su crediti sono in aggregato stati contenuti. Ci sono molti modi per misurare questi rischi. Il tasso di insolvenza nel campo del

I con Zero

La seconda generazione

N.39 - SETTEMBRE 2025

debito privato era 1.95% a settembre 2024, mentre, per esempio, quello sui *leveraged loans*, una categoria di prestiti con un profilo di rischio (e rendimento atteso) particolarmente pronunciato, era 4.68%.⁷ Nel complesso poi il quadro economico, dopo un peggioramento nel periodo 2022-23, negli Stati Uniti come riferimento (ma anche in Europa) non ha portato, come i mercati avevano cominciato a temere, a uno stabile deterioramento della qualità del credito, oltretutto a fronte di un sistema finanziario robusto che ha accantonato riserve temendo un rallentamento dell'economia.⁸

Grafico 8: Mancati pagamenti prestiti industriali e commerciali, USA, 1987-2025 (milioni di Dollari)

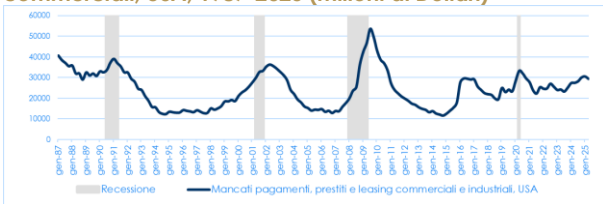
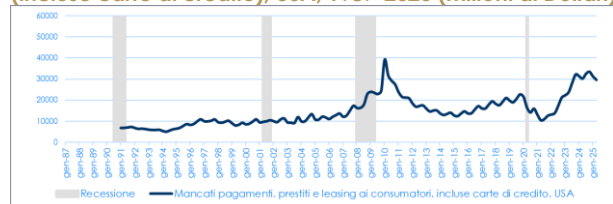


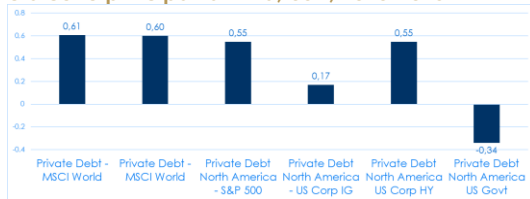
Grafico 9: Mancati pagamenti prestiti ai consumatori (incluse carte di credito), USA, 1987-2025 (milioni di Dollari)



Diversificazione: il *private credit* può contribuire a migliorare la costruzione dei portafogli di lungo periodo

L'aspetto finale da considerare è il contributo che il *private credit*, come i mercati privati in generale, può fornire alla diversificazione di portafoglio. È interessante notare come le correlazioni storicamente più elevate siano con

Grafico 10: Correlazioni tra rendimenti *private credit* e alcune principali attività, USA, 2010-2025



le attività rischiose, le azioni quotate e le obbligazioni societarie ad alto rendimento. Ciò non sorprende in modo particolare, visto che, non foss'altro che per ragioni di illiquidità, è giusto considerare i *private markets*, anche del reddito fisso, come attività rischiose. D'altra parte, per investitori più esposti alla componente obbligazionaria, governativa o societaria di maggiore qualità (*investment grade*), emerge come la correlazione tra *private credit* e mercati pubblici del debito sia stata contenuta.

Questo fenomeno trova forse l'argomento più consistente a sostegno nelle differenze, spesso profonde, presenti nella costruzione dei portafogli. Gli indici di mercato riflettono la disponibilità di strumenti, la loro capitalizzazione e liquidità. Gli investitori nei mercati pubblici spesso sono guidati nelle loro allocazioni dai *benchmark* di riferimento, che a tali indici si rifanno, con il risultato che molti portafogli hanno strutture simili. Gli operatori nei mercati privati, d'altra parte, godono di molta più libertà nel selezionare i propri investimenti. Ciò spesso conduce a costruire portafogli più difensivi, o fortemente orientati verso alcuni settori specifici. Una volta raccolte tutte le informazioni in modo granulare, dal punto di vista di chi dispone di strumenti di mercato pubblico e privato numerosi per costruire portafogli olistici integrati, questo elemento consente di poter diversificare molto l'esposizione, e di riuscire a personalizzarla in funzione delle esigenze e degli obiettivi, oltre che della tolleranza del rischio e dell'orizzonte temporale, di chi investe.

Conclusioni

I mercati privati hanno vissuto anni di crescente popolarità e hanno raggiunto dimensioni tali da poter essere inseriti nei portafogli strategici di un numero di investitori superiore al passato. È possibile che, negli ultimi 10-15 anni, condizioni di mercato forse difficilmente ripetibili ne abbiano favorito le performance, ma le caratteristiche strutturali che rendono i *private markets*, e il *private credit* di cui ci si è occupati in questa nota, validi contributori a una diversificazione efficiente dei portafogli rimangono. In prospettiva, potrebbero risultare parzialmente diluite nel tempo da una massiccia diffusione di questa tipologia di investimenti, su scala molto maggiore di quella di oggi, più che da variazioni del contesto di mercato. È estremamente improbabile che qualsiasi attività finanziaria, nei mercati pubblici o privati, da sola, possa soddisfare tutte le esigenze, soprattutto quelle più articolate. L'importante, come sempre, è che gli investitori siano pienamente consapevoli delle caratteristiche dei singoli strumenti e del proprio portafoglio a livello aggregato.



T con Zero

La seconda generazione

N.39 - SETTEMBRE 2025

Note e riferimenti

La citazione iniziale è tratta di Jim Rohn, imprenditore e formatore (1930-2009).

1: Fonte: S&P Capital IQ, Apollo. Dati al 2024.

2: Fonte: Bank for International Settlements, dati a fine marzo 2025.

3: Fonte: Preqin, dati a marzo 2025. Morgan Stanley stima che la dimensione del mercato globale del private credit possa in realtà essere circa il doppio di quella registrata da Preqin, a circa 3300 miliardi di Dollari.

4: Fonti: SIFMA, *US Corporate Bond Statistics*, dati ad Agosto 2025 e ICMA, *Secondary Market Practices Committee - European Secondary Market Data Report H2 2024*

5: Elaborazioni Mediobanca Private Banking su dati Preqin e di altre fonti, aggiornati ad agosto 2025.

6: Le performance e le volatilità annualizzate sono calcolate sulla base di dati trimestrali, per mettere sullo stesso piano private e public markets. Gli indici private markets sono espressi in Dollari USA, quelli di public markets in valuta locale.

7: Fonte: Preqin, *Global Report, Private Debt 2025*, dati a settembre 2024.

8: Elaborazione Mediobanca Private banking su dati NBER e Federal Reserve Bank of St. Louis, aggiornati a marzo 2025.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking e dell'autore su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 18 settembre 2025.

Si ringraziano vivamente Greta Teot, Federico Del Bue e Gabriele Barbaresco per l'attenzione dedicata a questa nota.

Perchè T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro T con Zero vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le t rappresentano situazioni nel tempo: *"Riassumendo: per fermarmi in t con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di t con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di t con zero devo spostarmi in t con 1; per spostarmi in t con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo"*.

DISCLAIMER

Il presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING