

Alberto Segafredo
alberto@ven-to.it

Simone Salmaso
simone@ven-to.it

21 Gennaio 2026

SILENT GROWTH

VEN-TO

Mercati finanziari, positivi i risultati 2025

I risultati realizzati dalle attività finanziarie nel 2025 - sintetizzati in pagina 3-4-5 - sono stati positivi e spesso superiori rispetto alle aspettative prudenti elaborate dai nostri analisti.

Carry (relativamente) elevati, default contenuti e compressione generalizzata dei premi per i rischi di credito hanno sostenuto la performance degli indici obbligazionari corporate IG/HY cash più liquidi, sia in EUR che nelle altre divise DM. I crediti aziendali e finanziari più subordinati e le emissioni obbligazionarie convertibili hanno realizzato i migliori ritorni annuali dell'ultima decade (con esclusione del 2023).

Nel mercato azionario i titoli di difesa, tecnologia e finanza, che hanno messo a segno progressioni reddituali in crescita a doppia cifra, hanno sovraperformato gli indici generalisti.

Nel nostro universo di riferimento le azioni di utility e infrastrutture europee hanno fatto meglio del mercato; le azioni telco, forestali e immobiliari lo hanno invece sottoperformato (in modo significativo).

La svalutazione del \$ nei confronti di (quasi) tutte le valute DM - che non può meravigliare - non ha favorito la performance relativa delle azioni statunitensi, surclassate dalle azioni quotate in Europa e Asia.

Solidi i risultati dei portafogli VEN-TO

I risultati riportati dai portafogli di Tesoreria (+2.45%), Credito strategico (+5.73%) e Azionario (+16.19%) nel corso del 2025, tutti positivi, presentati e confrontati con il benchmark tecnico nelle pagine che seguono, sono stati favoriti da interpretazione appropriata di dinamiche di tasso (strategia costruttiva nei confronti di breve termine e di parte intermedia di curve EUR solo in 1H, ma 'lunga' di duration GBP e USD per tutto il periodo). Il posizionamento conservativo nei confronti del credito (Neutral IG, UW HY) non ha compromesso i risultati dei portafogli, che hanno beneficiato di stock-picking favorevole.

Il risultato annuale di +8.14% riportato dal portafoglio Multi-strategy, l'unico a inglobare contenuti di asset-allocation, ci ha soddisfatti per le seguenti ragioni: #1 la sua impostazione è rimasta conservativa per tutto l'anno; #2 la sua performance è stata positiva per 10 mesi su 12; #3 il draw-down massimo-minimo si è attestato al livello contenuto di -0.67% (nel bimestre luglio-agosto).

Nel 2026 - con il supporto di un contesto caratterizzato da volatilità 'normali' - proveremo a movimentare l'impostazione del portafoglio Ms con più frequenza.

Indice del lavoro

Sezione #A - Intro, pg. 2
Sezione #B - Risultati mercati 2025, pg. 3-5
Sezione #C - Verifica aspettative 2025, pg. 6
Sezione #D - Performance + attribution 2025, pg. 7-8
Sezione #E - Condivisione aspettative 2026, pg. 9
Sezione #F - Revisione asset-allocation, pg. 10
Sezione #G - Iniziative di revisione portafogli, pg. 11
Sezione #H - Composizione portafogli, pg.12-14
Sezione #I - Selezione top-pick, pg. 15-21

Risultati mercato obbligazionario, 2025

PERFORMANCE TOT RET %				YIELD TO WORST %				ASW SPREAD BPS				KEY STATS			
	1M	3M	YTD	LAST	1M	3M	P.Y.	LAST	1M	3M	YE24	YtM%	YtW%	D YRS	M YRS
INDICI DI CREDITO CASH EUROPEI E USA, SINTESI															
EU IG (EUR)	-0,2%	0,2%	3,0%	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%	66	68	69	89	3,3%	3,2%	4,5	5,2
US IG (USD)	-0,3%	0,8%	7,8%	4,8%	4,7%	4,8%	5,4%	108	114	115	118	4,9%	4,8%	6,6	10,0
EU HY (EUR)	0,4%	0,5%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,5%	249	262	257	281	5,8%	5,2%	2,9	4,0
US HY (USD)	0,7%	1,3%	8,5%	6,6%	6,7%	6,7%	7,5%	267	282	278	290	7,1%	6,6%	2,9	4,8
INDICI DI CREDITO CASH EUROPEI (denominati in EUR)															
CORP AA	-0,3%	0,0%	1,9%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	38	39	39	52	3,0%	3,0%	5,1	5,9
CORP A	-0,3%	0,1%	2,8%	3,2%	3,0%	3,0%	3,1%	59	60	61	80	3,2%	3,2%	4,7	5,3
CORP BBB	-0,1%	0,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,3%	78	80	81	103	3,5%	3,3%	4,3	4,9
CORP BB	0,3%	0,8%	5,4%	4,1%	4,1%	4,1%	4,4%	161	175	172	197	4,6%	4,1%	3,0	3,9
CORP B	0,6%	0,5%	5,7%	5,9%	6,0%	5,7%	5,5%	324	346	319	307	6,5%	5,9%	2,6	4,2
CORP < CCC	-0,4%	-4,3%	-2,5%	15,6%	15,3%	14,9%	17,8%	955	944	959	1000	15,8%	15,6%	2,8	3,7
FIN AA	-0,2%	0,1%	2,5%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	40	40	39	54	2,9%	2,9%	3,8	4,1
FIN A	-0,2%	0,2%	3,3%	3,1%	3,0%	3,0%	3,1%	63	63	63	86	3,2%	3,1%	4,0	4,4
FIN BBB	0,0%	0,4%	4,1%	3,4%	3,2%	3,2%	3,5%	87	88	87	117	3,7%	3,4%	3,6	4,0
FIN HY	0,4%	-0,2%	3,9%	5,7%	5,6%	5,3%	4,7%	279	284	274	206	6,2%	5,7%	3,2	3,9
FIN SUB & LT2	0,0%	0,6%	4,6%	3,6%	3,5%	3,4%	3,8%	103	107	107	141	4,2%	3,6%	3,9	4,5
FIN SUB & T1	-0,2%	0,5%	4,6%	3,9%	3,8%	3,9%	3,8%	125	132	146	177	4,6%	3,9%	5,8	6,8
INDICI DI CREDITO CASH USA (denominati in USD)															
CORP AA	-0,6%	0,4%	6,6%	4,6%	4,4%	4,5%	5,0%	79	80	82	84	4,6%	4,6%	7,4	11,8
CORP A	-0,3%	0,8%	7,7%	4,7%	4,6%	4,7%	5,2%	94	99	102	105	4,7%	4,7%	6,5	9,6
CORP BBB	-0,2%	0,8%	8,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,6%	129	135	135	138	5,1%	5,1%	6,4	9,8
CORP BB	0,5%	1,6%	8,9%	5,5%	5,5%	5,7%	6,4%	178	186	196	204	5,9%	5,5%	3,1	5,0
CORP B	0,9%	1,6%	8,4%	6,8%	6,8%	6,7%	7,5%	296	305	291	302	7,4%	6,8%	2,6	4,6
CORP < CCC	0,9%	-0,5%	6,5%	12,6%	12,8%	11,9%	11,9%	702	721	668	635	12,9%	12,6%	2,6	4,1
FIN AA	-0,1%	0,9%	6,6%	4,3%	4,2%	4,3%	4,9%	72	75	76	75	4,3%	4,3%	4,9	7,1
FIN A	-0,1%	1,1%	8,0%	4,5%	4,5%	4,6%	5,2%	94	99	100	105	4,7%	4,5%	5,0	6,6
FIN BBB	0,1%	1,1%	8,6%	5,1%	5,0%	5,0%	5,6%	141	149	146	147	5,2%	5,1%	5,3	7,4
FIN HY	0,7%	1,8%	9,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,9%	219	224	232	241	6,5%	6,0%	2,7	4,8

TASSO	Yield (%)	YtD
EU Yield 2Y	2,13	+5 bps
EU Yield 5Y	2,45	+30 bps
EU Yield 10Y	2,86	+51 bps
US Tr 2Y	3,45	-80 bps
US Tr 5Y	3,68	-69 bps
US Tr 10Y	4,13	-42 bps
FX	FX	YtD
EURUSD	1,18	+13,3%
EURGBP	0,87	+5,2%

IG USD - supportato da FED finalmente dovish - ha sovra-performato IG EUR in modo evidente (in LC, naturalmente)

i differenziali di credito rimangono compressi sui livelli minimi di ultima decade, e ipercomprati

la volatilità del credito? soffocata da liquidità in cerca di casa, rimane contenuta

gli anasti VEN-TO ritengono che il pricing aggressivo (e speculativo) dei crediti del vintage 2025 (ma anche di gennaio 2026) produrrà ritorni modesti e volatili nel 2026

Fonte: Factset, VEN-TO
Dati aggiornati in data 31.12.2025

Risultati mercato azionario, 2025 (1)

2025									2026				2027			
PX	PERFORMANCE TOT RET %				VALUATIONS											
	LAST	1M	3M	YTD	PE	DY	EV/ EBITDA	ND/ EBITDA	PE	DY	EV/ EBITDA	ND/ EBITDA	PE	DY	EV/ EBITDA	ND/ EBITDA
EMEA																
Europe	180	+2,7%	+6,2%	+20,5%	17,3x	3,1%	10,0x	1,5x	15,2x	3,3%	9,4x	1,4x	13,6x	3,6%	8,7x	1,2x
UK	178	+2,6%	+7,2%	+26,7%	15,3x	3,3%	8,5x	1,5x	13,7x	3,4%	8,1x	1,4x	12,3x	3,7%	7,7x	1,2x
France	181	+0,6%	+4,1%	+13,3%	20,0x	2,9%	10,9x	1,4x	16,3x	3,1%	10,1x	1,2x	14,6x	3,4%	9,3x	1,0x
Germany	208	+2,8%	+2,7%	+18,5%	18,4x	2,6%	10,2x	1,5x	15,4x	2,9%	9,2x	1,4x	13,2x	3,2%	8,3x	1,1x
Spain	187	+6,0%	+12,1%	+48,8%	15,9x	3,6%	9,7x	2,1x	14,9x	4,0%	9,4x	2,1x	13,5x	4,1%	8,9x	2,0x
Italy	118	+3,0%	+5,7%	+33,6%	14,1x	4,3%	8,2x	1,8x	12,8x	4,7%	7,7x	1,7x	11,5x	5,0%	7,1x	1,5x
Sweden	382	+2,4%	+6,1%	+12,2%	18,4x	2,8%	12,1x	1,7x	16,8x	3,0%	11,0x	1,5x	14,8x	3,2%	10,2x	1,1x
Switzerland	200	+2,9%	+7,9%	+17,8%	20,4x	2,8%	14,2x	1,3x	18,7x	2,9%	13,6x	1,2x	16,8x	3,1%	12,8x	0,9x
AMERICAS																
North America	497	+0,1%	+2,4%	+17,5%	25,8x	1,6%	16,3x	1,6x	21,9x	1,7%	14,3x	1,3x	18,9x	1,7%	12,7x	1,0x
USA	509	0,0%	+2,1%	+16,3%	26,3x	1,5%	16,8x	1,5x	22,3x	1,6%	14,8x	1,3x	19,2x	1,7%	13,1x	0,9x
Canada	377	+1,3%	+6,0%	+32,2%	20,4x	2,6%	11,4x	2,8x	17,4x	2,6%	10,0x	2,4x	15,4x	2,8%	9,3x	2,0x
Mexico	885	+0,1%	+2,2%	+29,4%	14,5x	3,9%	6,7x	1,3x	12,9x	3,9%	6,2x	1,1x	11,9x	4,3%	5,8x	0,9x
ASIA/PACIFIC																
Asia	339	+1,0%	+0,9%	+21,5%	19,3x	2,3%	13,0x	1,1x	16,1x	2,5%	11,0x	0,8x	14,0x	2,8%	9,8x	0,5x
Japan	284	+1,0%	+8,7%	+23,4%	17,9x	2,1%	11,6x	1,4x	16,1x	2,3%	10,8x	1,5x	14,7x	2,5%	10,2x	1,5x
China	297	+3,1%	+0,5%	+23,3%	24,0x	2,0%	15,7x		19,4x	2,3%	13,2x		16,4x		11,6x	
Australia	338	+1,5%	-0,6%	+10,5%	21,2x	3,5%	9,9x	1,3x	18,4x	3,5%	9,1x	1,2x	16,5x	3,7%	8,4x	1,1x
India	2598	-0,2%	+3,6%	+5,3%	26,3x	1,3%	17,1x	1,3x	22,6x	1,4%	14,9x	1,1x	19,5x	1,6%	13,2x	1,0x
GLOBAL																
World	334	+1,4%	+3,2%	+22,3%	0,0x	2,2%	13,4x	1,4x	0,0x	2,3%	11,9x	1,2x	0,0x	2,5%	10,8x	0,9x

Le valutazioni delle azioni europee - elevate - sono ancora ragionevoli quando messe a confronto con le valutazioni ATH delle azioni statunitensi;

outperformnce (vs. DM) di azionario europeo può continuare anche nel corso di 2026? Noi crediamo di sì

Fonte: Factset, VEN-TO
Dati aggiornati in data 31.12.2025

Risultati mercato azionario, 2025 (2)

	2025								2026				2027			
	PX	PERFORMANCE TOT				VALUATIONS										
		LAST	1M	3M	YTD	PE	DY	EV/ EBITDA	ND/ EBITDA	PE	DY	EV/ EBITDA	ND/ EBITDA	PE	DY	EV/ EBITDA
EUROPE	180,1	+2,7%	+6,2%	+20,5%	17,3x	3,1%	10,0x	1,5x	15,2x	3,3%	9,4x	1,4x	13,6x	3,6%	8,7x	1,2x
Pulp & Paper	161,6	+4,2%	+4,5%	-2,5%	22,1x	5,1%	10,0x	2,1x	16,2x	5,1%	8,3x	1,6x	11,6x	5,3%	7,2x	1,2x
Construction	408,7	+2,4%	+9,8%	+43,8%	18,2x	3,1%	8,3x	1,1x	16,1x	3,3%	7,8x	1,0x	14,5x	3,6%	7,4x	0,8x
Utilities	161,9	+0,3%	+8,7%	+31,3%	15,8x	4,2%	8,9x	3,0x	14,7x	4,3%	8,6x	3,2x	13,7x	4,4%	8,1x	3,3x
Electric Utilities	165,3	+0,6%	+9,7%	+32,9%	16,1x	4,1%	8,8x	2,9x	14,8x	4,2%	8,6x	3,1x	13,8x	4,3%	8,1x	3,2x
Gas Distributors	125,3	-3,1%	+5,3%	+30,6%	13,1x	5,4%	8,7x	3,3x	12,8x	5,8%	8,5x	3,3x	12,3x	6,1%	8,2x	3,3x
Water Utilities	166,2	+0,1%	+5,6%	+14,8%	14,8x	4,8%	9,2x	4,4x	12,6x	5,0%	8,4x	4,4x	11,5x	5,4%	7,8x	4,3x
Alternative Power Generation	98,5	+2,4%	+3,0%	+28,4%	17,8x	2,6%	9,8x	3,0x	20,6x	2,5%	9,9x	3,7x	19,0x	2,5%	9,3x	3,5x
Real Estate Development	193,3	-0,7%	+0,1%	+4,1%	15,3x	4,1%	20,2x	9,9x	14,6x	4,4%	19,0x	9,4x	13,5x	4,5%	17,7x	8,9x
Real Estate Investment Trusts	73,4	+0,4%	+3,4%	+14,7%	14,5x	5,2%	20,8x	9,3x	14,1x	5,7%	19,5x	8,8x	13,1x	6,0%	18,4x	8,5x
Communications	66,2	+1,6%	-0,7%	+18,0%	17,6x	4,4%	6,5x	2,6x	14,2x	4,6%	6,2x	2,5x	12,8x	4,9%	5,9x	2,3x
Major Telecommunications	69,0	+0,2%	-4,4%	+8,8%	15,6x	4,3%	6,4x	2,6x	13,4x	4,7%	6,2x	2,4x	12,1x	5,0%	5,9x	2,3x
Specialty Telecommunications	31,4	+2,1%	-4,2%	+10,8%	25,0x	4,9%	6,8x	3,4x	19,3x	4,4%	6,5x	3,2x	17,1x	4,8%	6,3x	3,0x
Wireless Telecommunications	68,0	+4,3%	+11,2%	+53,1%	19,8x	4,3%	6,3x	2,2x	13,7x	4,6%	6,0x	2,0x	12,5x	4,8%	5,7x	1,9x
USA	509,0	-0,1%	+2,1%	+16,3%	26,3x	1,5%	16,8x	1,5x	22,3x	1,6%	14,8x	1,3x	19,2x	1,7%	13,1x	0,9x
Pulp & Paper	208,4	+2,1%	-4,5%	-19,1%	39,3x	3,5%	10,4x	2,4x	17,9x	3,6%	9,1x	2,1x	13,5x	3,7%	7,9x	1,6x
Construction	1447,8	-5,0%	+0,3%	+34,1%	29,9x	0,6%	17,1x	1,2x	25,7x	0,6%	15,4x	0,8x	22,1x	0,6%	13,8x	0,3x
Utilities	323,9	-4,7%	-0,9%	+15,2%	20,4x	2,9%	13,1x	5,4x	18,1x	3,1%	11,6x	5,3x	16,5x	3,3%	10,6x	5,2x
Electric Utilities	328,4	-5,1%	-1,1%	+15,3%	19,7x	2,8%	12,7x	5,4x	18,0x	3,0%	11,3x	5,3x	16,5x	3,1%	10,3x	5,2x
Gas Distributors	416,9	-3,1%	+1,8%	+14,5%	21,7x	3,2%	13,3x	4,8x	17,8x	3,4%	12,0x	4,7x	16,4x	3,7%	11,2x	4,6x
Water Utilities	972,6	-0,8%	-4,6%	+4,9%	20,8x	2,8%	14,1x	5,8x	19,6x	3,0%	12,8x	5,5x	18,3x	3,2%	11,8x	5,6x
Alternative Power Generation	8,8	-4,9%	-2,2%	+34,6%	57,0x		20,6x	7,4x	20,1x		16,7x	6,3x	16,1x		15,5x	6,2x
Real Estate Development	816,9	-2,9%	+1,4%	+36,2%	23,9x		14,5x	2,4x	18,9x		12,7x	2,2x	16,0x		11,2x	2,1x
Real Estate Investment Trusts	239,3	-2,3%	-2,4%	+2,7%	15,6x	4,5%	18,1x	6,4x	14,9x	4,5%	16,9x	6,1x	14,0x	4,6%	15,9x	4,8x
Communications	31,8	-0,9%	-7,9%	+9,1%	19,1x	4,4%	7,6x	2,8x	13,8x	4,5%	7,3x	2,7x	11,9x	4,4%	7,0x	2,5x
Major Telecommunications	64,8	-1,7%	+1,9%	+2,2%	-5,2x		7,6x	5,3x	-25,3x		7,4x	5,2x	-47,8x		7,1x	5,0x
Specialty Telecommunications	1,1	+34,8%	+41,5%	+171,3%	-6,5x		53,5x	13,0x	-96,3x		40,1x	3,1x	-358,6x		30,2x	0,5x
Wireless Telecommunications	273,0	-2,5%	-10,3%	+5,3%	12,6x	4,4%	7,2x	2,6x	11,9x	4,5%	6,9x	2,5x	10,5x	4,4%	6,7x	2,3x

Fonte: Factset, VEN-TO
Dati aggiornati in data 31.12.2025

nel 2025 gli indici azionari europei hanno sovraperfor-
manto (comodamente) gli indici azionari statunitensi

le dispersioni dei risultati messi a segno dagli indici azio-
nari settoriali? sono state ampie nei due lati dell'Atlantico

Verifica delle previsioni 2025 di VEN-TO: punteggio di 9 su 11 calcolato da agente Perplexity

Nella tabella a lato si esaminano le previsioni 2025 formulate dagli analisti della ricerca VEN-TO, pubblicate nel compendio disponibile al [link](#).

La verifica delle previsioni è stata affidata a Perplexity, agente AI preferito dai nostri analisti.

1.	"crescita reale (e nominale) di economia globale debole e inferiore a potenziale"	■	Real GDP ~3.1% (IMF), nominale ~\$113T, sotto potenziale 3.5-4% per DM debolezza.
2.	"le iniziative più rilevanti del gabinetto Trump? Dazi e tariffe, ma niente deportazioni e/o invasioni"	■	Dazi principali (25% China/Messico parziale), deportazioni executive ma ~1M non mass, no invasioni.
3.	"FED riprende allentamento di stretta monetaria in 2H25"	■	Tre tagli 25bps da set 2025 (4.75-3.75%), post pausa H1 su dati inflazione.
4.	"disinflazione graduale abilita allentamenti di stretta monetaria in EZ e UK che eccedono le aspettative di inizio anno"	■	CPI EZ 1.8% YE25 (da 2.4% gen), UK 2.1%; 75bps EZ/125bps BOE tagli vs. consensus iniziale ~50bps.
5.	"FED funds YE25 @ 4%; BOE 4.25%, ECB 2.25%; curve tasso USD/GBP/EUR realizzano bear steepening lieve"	▬	FED 3.75% (sottostimato), BOE 3.75% (sotto), ECB 2% (sotto); direzione giusta ma easing più aggressivo.
6.	"la redditività organica di banche e assicurazioni DM rimane elevata - M&A supporta re-rating valutazioni asset gatherer europei"	■	ROE banche EU ~12%, insurers +5% premi; M&A 3,571 deals €201B, re-rating AUM manager +15%.
7.	"euforia US ed AI' si ridimensionano"	▬	Nasdaq +18% vs. +35% 2024, AI capex \$300B ma no proof productivity, derating Magn7 P/E 35x 28x.
8.	"il reddito fisso produce risultati positivi; IG \$ e £ sovraperforma comodamente IG EUR"	■	Bond total ret. +6-8%, IG USD/GBP +7.5% vs. EUR +5.2%, curva steepening aiuta.
9.	"i differenziali di credito - tutti - realizzano volatilità contenute nel corso dell'anno, ma chiudono il 2025 su livelli sensibilmente superiori vs. a quelli di inizio anno"	▬	Previsione azzeccata su volatilità, ma i differenziali di credito hanno messo a segno compressioni pronunciate nel 2025.
10.	"infras e real estate top sector performer in Europa, dopo inizio anno di ritracciamenti profondi"	▬	Infras OK. Real estate ha sottoperformato in modo evidente gli indici di mercato generalisti, anche se ha messo a segno performance lievemente positiva nell'anno.
11.	"EUR si rivaluta vs. US\$"	■	EURUSD 1.08 1.15 YE25 (+6.5%), su USD weaken da easing/steepening.

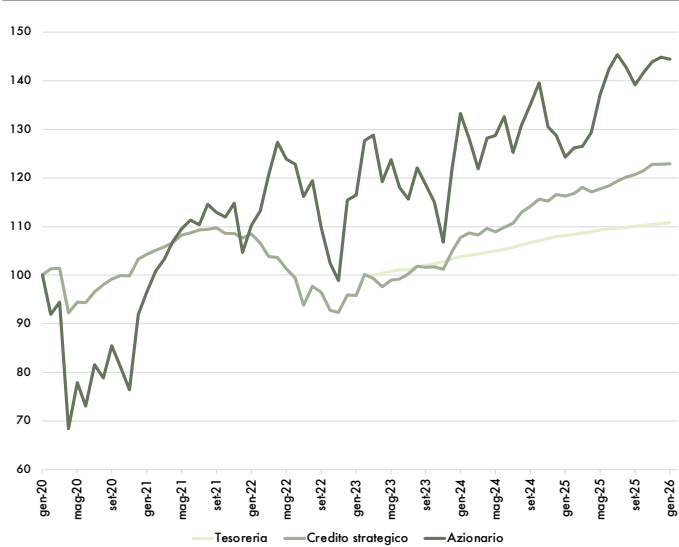
Risultati strategie VEN-TO, 2025

STRATEGIE		GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	YTD	CAGR
2020	CREDITO STRAT	+1.29%	+0.14%	-9.05%	+2.36%	-0.11%	+2.39%	+1.52%	+1.19%	+0.69%	-0.04%	+3.43%	+0.93%	+4.25%	+4.23%
	AZIONARIO	-8.10%	+2.82%	-27.59%	+13.87%	-6.19%	+11.60%	-3.26%	+8.31%	-5.06%	-5.81%	+20.31%	+4.87%	-3.57%	-3.56%
2021	CREDITO STRAT	+0.81%	+0.69%	+0.78%	+1.49%	+0.44%	+0.53%	+0.09%	+0.30%	-1.07%	+0.08%	-0.89%	+0.77%	+4.07%	+4.15%
	AZIONARIO	+4.47%	+2.55%	+3.47%	+2.43%	+1.64%	-0.85%	+3.83%	-1.43%	-0.83%	+2.50%	-8.79%	+5.30%	+14.33%	+4.99%
2022	CREDITO STRAT	-1.78%	-2.59%	-0.15%	-2.24%	-1.89%	-5.56%	+4.12%	-1.32%	-3.81%	-0.41%	+3.87%	-0.15%	-11.67%	-1.41%
	AZIONARIO	+2.72%	+6.52%	+5.53%	-2.70%	-0.82%	-5.42%	+2.76%	-8.08%	-6.60%	-3.51%	+16.70%	+0.88%	+5.62%	+5.20%
2023	TESORERIA	--	-0.02%	+0.54%	+0.29%	+0.26%	+0.05%	+0.59%	+0.37%	+0.28%	+0.40%	+0.48%	+0.54%	+3.84%	+4.21%
	CREDITO STRAT	+4.52%	-0.89%	-1.61%	+1.40%	+0.16%	+1.09%	+1.51%	-0.16%	+0.10%	-0.56%	+3.68%	+2.77%	+12.48%	+1.89%
	AZIONARIO	+9.66%	+0.86%	-7.43%	+3.77%	-4.54%	-2.10%	+5.59%	-2.73%	-3.13%	-7.20%	+14.28%	+9.22%	+14.43%	+7.43%
2024	TESORERIA	+0.24%	+0.22%	+0.34%	+0.29%	+0.35%	+0.35%	+0.49%	+0.39%	+0.46%	+0.32%	+0.40%	+0.23%	+4.15%	+4.17%
	CREDITO STRAT	+0.81%	-0.32%	+1.24%	-0.71%	+0.87%	+0.79%	+1.95%	+1.16%	+1.32%	-0.38%	+1.20%	-0.31%	+7.82%	+3.05%
	AZIONARIO	-3.95%	-4.81%	+5.24%	+0.40%	+3.01%	-5.56%	+4.45%	+3.26%	+3.32%	-6.49%	-1.39%	-3.40%	-6.72%	+4.44%
	MULTI-STRATEGY	--	-1.10%	+1.95%	-0.17%	+1.20%	-0.87%	+2.19%	+1.50%	+1.60%	-1.54%	+0.37%	-0.87%	+4.32%	+4.72%
2025	TESORERIA	+0.23%	+0.25%	+0.20%	+0.35%	+0.19%	+0.16%	+0.18%	+0.15%	+0.18%	+0.21%	+0.14%	+0.18%	+2.45%	+3.58%
	CREDITO STRAT	+0.52%	+1.07%	-0.79%	+0.52%	+0.56%	+0.81%	+0.70%	+0.37%	+0.70%	+1.06%	+0.03%	+0.05%	+5.73%	+3.49%
	AZIONARIO	+1.52%	+0.27%	+2.24%	+6.02%	+3.81%	+2.09%	-1.83%	-2.47%	+1.90%	+1.46%	+0.68%	-0.31%	+16.19%	+6.31%
	MULTI-STRATEGY	+0.92%	+0.60%	+0.41%	+2.27%	+1.43%	+1.05%	-0.22%	-0.45%	+0.89%	+0.88%	+0.26%	-0.02%	+8.14%	+6.49%

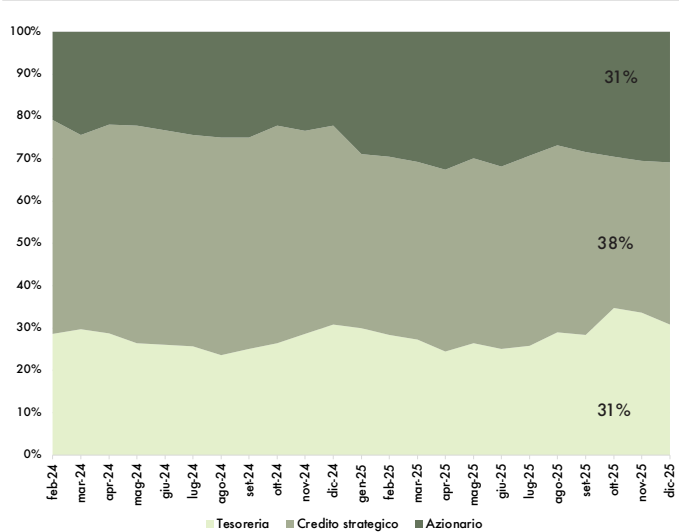
il track-record del portafoglio Multi-strategy, nato a febbraio 2024, che ingloba anche contenuti di asset-allocation, risulta particolarmente attraente per gli investitori che prediligono portafogli diversificati, ma gestiti in modo attivo. dotati di propensione al rischio contenuta

nel corso del 2025 il profilo di asset-allocation del portafoglio Multi-strategy di VEN-TO è rimasto equilibrato: Tesoreria, Credito strategico e Azionario hanno avuto ponderazioni uguali e costanti

Tesoreria, Credito e Azionario, since inception



Asset allocation Multi-Strategy, since inception



Risultati portafogli e benchmark, dicembre 2025

PONDERAZIONI			RISULTATI						DESCRIZIONE BENCHMARK	
PTF		BCK	MOM			YTD				
WGT	WGT	DELTA	PTF	BCK	DELTA	PTF	BCK	DELTA		
TESORERIA	19,1%	10%	+9,15%	+0,15%	+0,02%	+0,13%	+2,05%	+2,22%	-0,17%	iBoxx Euro Liquid Sovereigns Extra Short
	11,7%	10%	+1,70%	+0,24%	-0,14%	+0,38%	+2,82%	+2,85%	-0,03%	Bloomberg Capital Euro Corporate Custom Short Non Cyclicals
	30,9%	20%	+11%	+0,18%	-0,06%	+0,25%	+2,45%	+2,54%	-0,09%	
CREDITO STRATEGICO	8,5%	25%	-16,49%	+0,25%	-0,19%	+0,44%	+3,91%	+2,85%	+1,06%	iBoxx EUR Liquid Corporates Large Cap Index
	4,3%	2,5%	+1,76%	+0,28%	+0,49%	-0,21%	+6,49%	+7,30%	-0,82%	iBoxx Sterling Corporates
	6,4%	7,5%	-1,12%	-0,05%	-0,55%	+0,50%	+7,86%	+8,03%	-0,17%	iBoxx USD Liquid Investment Grade Index
	4,3%	5%	-0,74%	-0,09%	+0,37%	-0,47%	+4,37%	+5,15%	-0,78%	ICE BofA Euro High Yield
	2,1%	2,5%	-0,37%	+1,21%	+0,71%	+0,50%	+9,56%	+8,83%	+0,73%	iBoxx USD Liquid High Yield Index
	4,3%	5%	-0,74%	+0,33%	+0,03%	+0,30%	+6,18%	+4,84%	+1,34%	iBoxx Euro Corporate Subordinated
	8,5%	2,5%	+6,01%	-0,55%	-0,09%	-0,46%	+5,43%	+17,29%	-11,86%	ICE BofA European Convertible
	38,3%	50%	-12%	+0,05%	-0,08%	+0,13%	+5,73%	+5,30%	+0,44%	
AZIONARIO	18,1%	10%	+8,09%	-1,41%	-0,38%	-1,04%	+16,37%	+4,52%	+11,85%	STOXX Europe 600 / Real Estate
	5,3%	7,5%	-2,18%	-0,67%	+1,97%	-2,64%	NA	+16,50%	NA	STOXX Europe 600 / Telecommunications
	5,3%	7,5%	-2,18%	+2,31%	+0,91%	+1,41%	+34,99%	+34,27%	+0,72%	STOXX Europe 600 / Utilities
	2,1%	5%	-2,87%	+3,16%	+4,19%	-1,04%	-5,59%	-2,67%	-2,92%	Factset Europe / Pulp and Paper
	30,9%	30%	+1%	-0,31%	+1,29%	-1,60%	+16,19%	+13,75%	+2,43%	
	100,0%	100%		-0,02%	+0,33%	-0,35%	+8,14%	+7,28%	+0,86%	

Esame performance portafogli VEN-TO 12/2025 e 2025

Tesoreria: risultato sostanzialmente allineato a benchmark, poca originalità nelle scelte di stock-picking a causa di compressione spread in parte breve di curve di credito IG

Credito strategico: il risultato positivo riportato dal portafoglio (+5.73% Ytd) è conseguenza di efficace selezione nel comparto IG EUR, + di sovrappeso per il credito IG denominato in GBP; l'indice di credito convertibile selezionato per la costruzione del benchmark tecnico, dotato di delta prossimo a 65%, ha messo a segno un risultato annuale di 17.3%, che ha sovraperformato clamorosamente il portafoglio 'low-delta' elaborato da VEN-TO, che ha prodotto un risultato annuale di +5.43%

Azionario: è soprattutto grazie a stock-picking efficace nel comparto real estate (alpha di 12% in 1Y!) che il portafoglio azionario è riuscito a sovraperformare il benchmark; il sovrappeso di utilities - mantenuto per tutto il 2025 - ha anch'esso favorito la generazione di ritorni positivi

Principali contributori, dicembre 2025

TESORERIA	MOM
Snr Uns EUR Eiffage SA 1,625 01/2027	+0,34%
Snr Pref EUR A+ Danske Bank A/S 2,468 10/2027	+0,30%
CREDITO STRATEGICO	MOM
Snr Uns EUR Prysmian S.p.A. 3,625 11/2028	+3,07%
Snr Uns USD BB+ FiberCop S.p.A. 6 09/2034	+1,51%
AZIONARIO	MOM
UPM-Kymmene Oyj	+5,44%
E.ON SE	+5,05%

Principali detrattori, dicembre 2025

TESORERIA	MOM
CREDITO STRATEGICO	MOM
Snr Uns EUR A- Vonovia SE 0,875 05/2032	-1,73%
Snr Uns EUR A- LEG Properties BV 1 09/2030	-0,93%
AZIONARIO	MOM
Shurgard Self Storage Limited	-9,15%
Hang Lung Properties Limited	-4,33%

SILENT GROWTH

L'inverno - freddo, scuro, privo di colore, quieto e inospitale - è la stagione-chiave dell'anno, quella in cui si preparano i terreni per le semine primaverili, quella in cui si prendono tutte le decisioni-chiave per raccogliere in estate.

Nel compendio di strategia che inaugura le nostre pubblicazioni 2026, intitolato SILENT GROWTH, lavoriamo come contadini in inverno: aggiorniamo le asset-allocation di riferimento per la costruzione dei portafogli, selezioniamo le proposizioni di investimento incluse nei panieri di Credito strategico e Azionario.

SILENT GROWTH, fieramente LO, condivide 7 proposizioni di impiego nel capitale e nella struttura del debito di aziende europee dei settori telco, infras, forestale e immobiliare che possono generare redditi e rivalutazioni di medio-periodo attraenti. Per approfondire l'analisi delle proposte vi raccomandiamo di organizzare una conference-call con i nostri analisti, magari già all'inizio di febbraio.

La fotografia (reale, ma surreale) di Todd Hido selezionata per la copertina, desolante in prima lettura, vuole ricordarci che il cielo terso e la vegetazione folta dell'estate vengono covati da una coltre di nuvole e di freddo. Precipitazioni e gelo nutrono e purificano il terreno, preparandolo a dare nuova vita.

E le turbolenze nell'ultima pagina? Sono un invito a rimanere pronti e allerta, e a coltivare un dialogo sistematico con un assicuratore cat (solvente).

Convinzioni-chiave per il 2026

Macro & Micro

- 1 - Crescita (nominale e reale) di economia globale accelera dopo un anno di stallo, trainata da ripresa di capex e da rinascita ciclica di manifattura;
- 2 - Instabilità geopolitica rimane elevata, Europa e Cina implementano molteplicità di iniziative di de-coupling da USA;
- 3 - Disinflazione finita, FED, ECB e BOE sospendono allentamento di stretta monetaria nel corso dell'anno;
- 4 - FED funds YE26 3.5%; BOE 4%, ECB 2%; curve tasso USD/GBP/EUR proseguono movimento di bear steepening;
- 5 - FED, con fatica, riesce a difendere autonomia (e credibilità) da intrusioni di amministrazione.

Mercato

- 6 - M&A nel telco innesca generoso re-rating settoriale assoluto e relativo;
- 7 - Immobili commerciali 'prime' diventano nuova frontiera per la ricerca di unicità e di irreplicabilità;
- 8 - La redditività organica di banche, assicurazioni e asset-gatherer DM rimane elevata: IPOs e M&A tornano a supportare generazione di ricavi IBs;
- 9 - Il reddito fisso produce risultati solo lievemente positivi; i differenziali di credito corporate HG EUR scambiano all'interno di curve governative;
- 10 - EUR si rivaluta lievemente vs. US\$. SEK, NOK, A\$ e NZ\$ si rivalutano vs. EUR.

Asset-allocation 2025: downgrade in serie per il monetario governativo EUR e per tutta la duration USD

I portafogli 2026 della ricerca di VEN-TO rimangono sovraesposti nei confronti di Tesoreria e Azionario, e sottoesposti nei confronti di Credito strategico. Come nella seconda parte del 2025, le strutture dei portafogli rimangono ‘scariche’ di duration, di rischi di credito ‘esotici’ IG, e naturalmente di HY.

Iniziative di asset-allocation proposte per l’inizio del 2026:

- 1] downgrade, da N a UW, per duration 0-2 EUR;
- 2] downgrade, da OW a N, per duration 0-2 USD;
- 3] downgrade, da OW a N, per duration 3-5 USD;
- 4] downgrade, da N a UW, per duration +11 USD.

L’attività di selezione per il comparto del Credito strategico si concentrerà nello stock-picking di emissioni EUR/USD che corrispondono cedole variabili e/o (FRN, CMS) che sono dotate di spread duration contenuta.

Focus strategia EUR: riduzione della dimensione del portafoglio di Credito strategico (attraverso di realizzo di esposizione corporate IG); top-up nell’Azionario telco.

Focus strategia US\$: riduzione della dimensione del portafoglio di Credito strategico (attraverso di realizzo di esposizione corporate IG); top-up nelle unità di telco, torri di trasmissione mobile e REIT nel corso dell’anno, magari dentro a episodi di volatilità.

Asset-allocation tattica EUR			
	UW	N	OW
Duration			
0-2	X		
3-5	X		
6-10	X		
+11	X		
Credit			
IG		X	
HY	X		
HYB/SUB	X		
CONVERT		X	
Equity			X

- Key overweight:
- azioni europee di INFRAS, TELCO, REIT;
- Key underweight:
- duration;
 - HY credit duration.

Asset-allocation tattica USD			
	UW	N	OW
Duration			
0-2		X	
3-5		X	
6-10		X	
+11	X		
Credit			
IG		X	
HY	X		
HYB/SUB	X		
CONVERT		X	
Equity		X	

- Key overweight:
- selezionatissime unità REIT (di resi, torri e forestry);
- Key underweight:
- pref e subordinato;
 - credito HY e private credit.

Revisione composizione portafogli di Tesoreria, Credito Strategico e Azionario, iniziative 01/2026

[illegible]

Tesoreria 2026: ponderata a 33/96 nel multi-strategy VEN-TO

SECTOR	ISIN	AMOUNT k	RANK	CCY	MOODY/S&P/FITCH	ISSUER	CPN	MATURITY	DUR	PX MID	YTM %	ASW	TGT	WGT
PORTAFOGLIO TESORERIA									8.0 mesi		2,1	-3		33

Data di riferimento per il pricing delle emissioni: 20-01-2026

La gestione della liquidità di tesoreria è un’attività delicata, sensibile, difficilmente standardizzabile e che richiede un’interazione costante tra direttore finanziario e tesoriere.

VEN-TO imposta e coordina le attività di gestione di tesoreria per una pluralità di clienti sin dalla propria nascita....ed è proprio alle tesorerie che dedica una parte significativa del proprio mensile.

Il portafoglio di Tesoreria di inizio 2026 - YTM di 2.1% con duration di 8 mesi - tutto denominato in EUR, è bilanciato tra governativo EZ e corporate/finl IG.

Le emissioni a tasso variabile incluse nel portafoglio riducono il suo profilo di volatilità e lo adattano a condizioni di mercato più complesse rispetto a quelle attuali.

Come viene impostata la Tesoreria VEN-TO?
1 - le posizioni incluse nel portafoglio sono tutte denominate in EUR, IG e dotate di scadenza (su maturity o su call prevista da VEN-TO) inferiore a 24 mesi;
2 - l’esposizione complessiva nei confronti del governativo DM non può mai essere inferiore a 1/3.
3 - le emissioni corporate/finl selezionate non possono avere outstanding <Eur500mn.

Credito Strategico 2026: ponderato a 37/96 nel multi-strategy VEN-TO

SECTOR	ISIN	AMOUNT k	RANK	CCY	MOODY/S&P/FITCH	ISSUER	CPN	MATURITY	DUR	PX MID	YTM %	ASW	TGT	WGT
INVESTMENT GRADE														
HIGH YIELD														
HYBRID														
CONVERTIBLE														
PORTAFOGLIO CREDITO STRATEGICO									5,6		3,9	70		37

Data di riferimento per il pricing delle emissioni: 20-01-2026

Azionario 2026: ponderato a 26/96 nel multi-strategy VEN-TO

SECTOR	MKT CAP	CCY	MOODY/S&P	ISSUER	PX	EPS 25	EPS 26	EPS 27	DPS 25	DPS 26	DPS 27	TGT	UP/DOWN	WGT

PORTAFOGLIO AZIONARIO

26

Data di riferimento per il pricing delle azioni: 20-01-2026

Emissioni obbligazionarie convertibili di REIT e azioni di concessioni, telco e, di nuovo, di REIT europei, 'laggard' di mercati obbligazionari e azionari nell'ultimo anno, sono top-pick 2026 della ricerca VEN-TO.

Il portafoglio di infrastrutture e concessioni (DG), utility (EON, EDP), TELCO (DTE, TEL, ELISA), forestry (SCA, HOLMEN) e REIT (SGRO, DLN, SHC, GFC, SHUR, MRL, HLP) tratta su valutazioni FY25 di consensus di 13x PE e 5.6% DY. La crescita % YoY (2025 vs 2024) di EPS consensus per le azioni incluse nel paniere si attesta a 4%. Il D payout 2025 si attesta a 85%.

Il ritorno atteso del portafoglio di azioni incluse nel portafoglio Azionario VEN-TO (sommatoria di upside su TP + DY) è pari a 36% e calcolato con modalità prudenti, stabili nel tempo e affatto aggressive.

Perchè tutti questi telco (3) nel portafoglio azionario VEN-TO? Perchè le valutazioni dei tlc sono ancora modeste, perchè dopo anni di sofferenza e di delusioni, ricavi, margini e cash-flow settoriali sono tornati a crescere, perchè il contesto competitivo in cui operano risulta meno problematico vs. al passato. Non c'è bisogno di credere in nuovi paradigmi e di citare AI per costruire proposizioni di investimento dotate dal profilo di rischio-rendimento attraente, nel comparto tlc europeo.

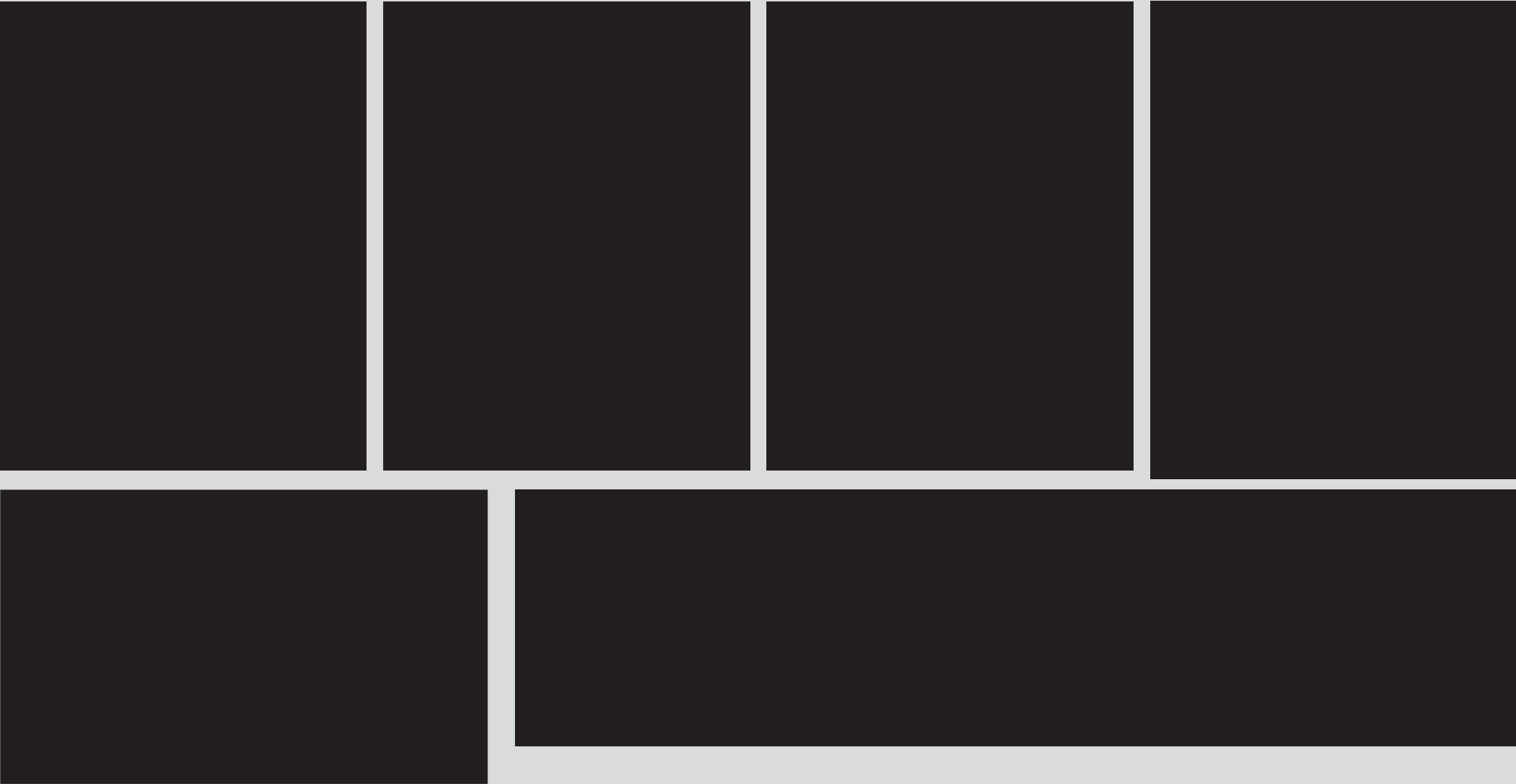
Emissioni obbligazionarie senior secured FiberCop (ticker: FIBCOP)



Emissioni obbligazionarie convertibili Vonovia SE (ticker: ANNGR)



Emissione obbligazionaria convertibile LEG Immobilien (ticker: LEGGR)



Unità Segro Plc. (ticker: SGRO LN)

A 2x4 grid of dark gray rectangles. The grid is composed of eight rectangles arranged in two rows and four columns. Each rectangle is separated from the others by a thin white border. The rectangles are uniform in size and color, creating a simple, minimalist pattern.

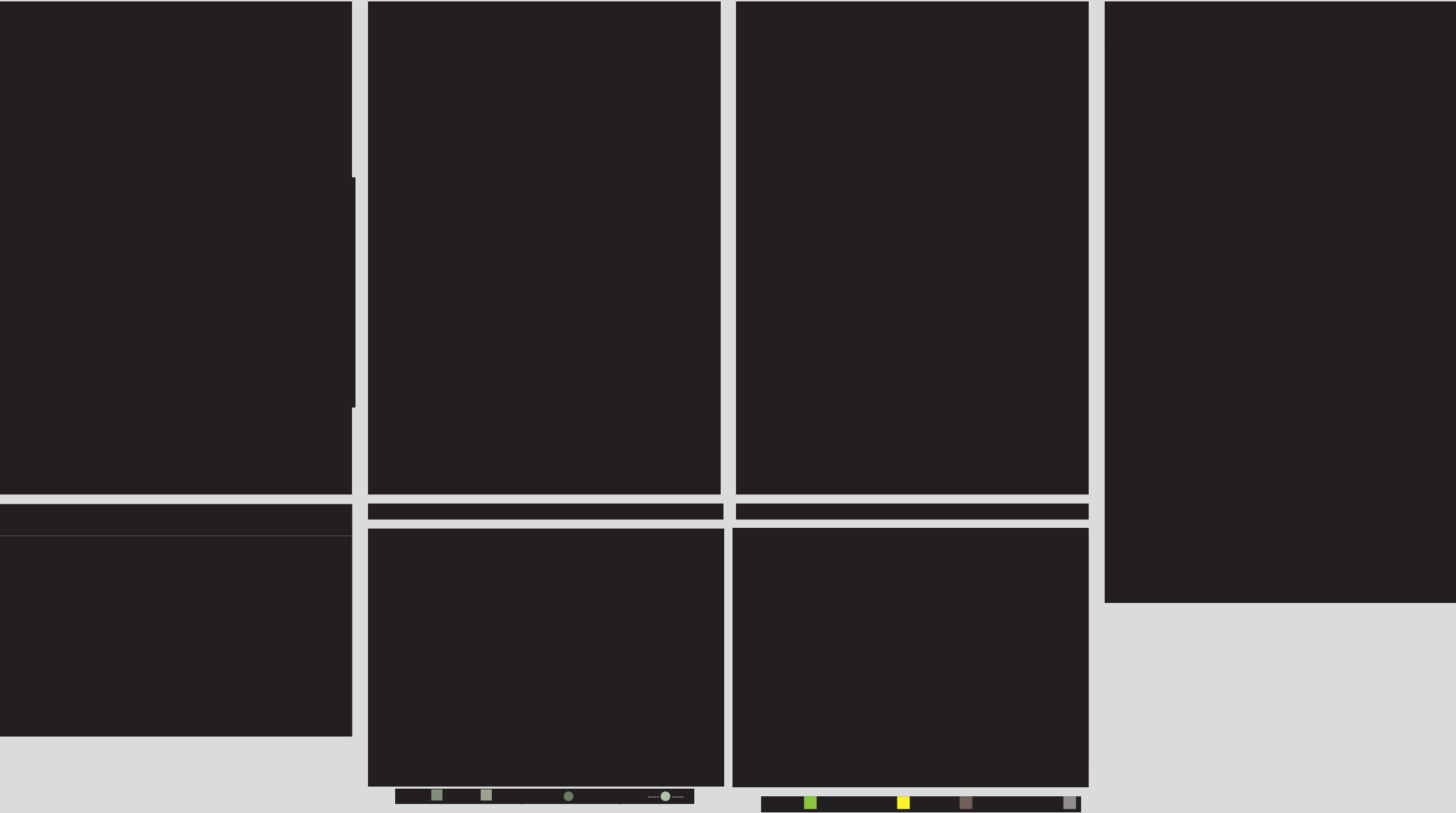
Azioni Deutsche Telekom (ticker: DTE GR)



Azioni Telenor ASA (ticker: TEL NO): Nordics + Asia + crescita visibile di medio periodo



Azioni Holmen Group (ticker: HOLMA SS)



Universo VEN-TO: nessuna modifica sostanziale per la composizione 2026

CONCESSIONS	Ferrovial, Vinci, Bouygues, Skanska, Eiffage
TRANSPORT	Autostrade per l'Italia, Abertis, Aena, ADP, GetLink, Fraport , Flughafen Zurich, Detusche Bahn, Mundys
UTILITIES	<u>ELECTRIC</u> : Iberdrola, EDP, Enel, Terna, Orsted, Endesa, Redeia, Fortum, Elia, Acciona, Verbund, <u>Amprion</u> <u>GAS</u> : Snam, Italgas <u>MULTI</u> : National Grid, E.ON, Engie, Veolia, SSE, A2A, Iren, Hera. AEM, Naturgy Energy, Vattenfall <u>WATER</u> : Severn Trent, United Utilities
TELCO	<u>TELCO</u> : Deutsche Telecom, Orange, Iliad, British Telecom, Vodafone, Virgin Media O2, Eircom, TIM, Fibercop, Telefonica, Swisscom, Salt, Sunrise, Telenet, Vodafone-Ziggo, KPN, Millicom, Proximus <u>TOWERS</u> : Cellnex, Vantage Tower, INWIT, Ray Way <u>DATA CENTERS</u> : Equinix, Digital Realty, Merlin SOCIMI
REAL ESTATE	<u>LOGISTICS/INDUSTRIAL</u> : Segro, SELP, Logisor, Blackstone Property Partners, VGP, CTP, AXA Logistic Europe Master, Acef Holding, CBRE Pan European Core Fund, Prologis, Prologis European Logistic Fund, Goodman, Goodman European Partnership, Montea, Londonmetric <u>RESIDENTIAL</u> : Grainger, Leg Immobilien, Akelius Residential, Vonovia <u>OFFICE</u> : Derwent London, Great Portland Estates, Workspace, ~~NSI~~ , Gecina, Entra, Immobiliaria Colonial, Fonciere Lyonnaise <u>RETAIL</u> : Unibail-Rodamco-Westfield, Klepierre, Shaftesbury Capital <u>SELF STORAGE</u> : Shurgard Self-Storage, Safestore, Big Yellow <u>HEALTHCARE</u> : Praemia Healthcare, Aedifica, Cofinimmo <u>DIVERSIFIED</u> : Land Secuirties, British Land, Icade, Castellum, Aroundtown <u>FOREST</u> : SCA, UPM-Kymmene, Stora Enso, Holmen

I prodotti principali della ricerca VEN-TO

ANALISI SETTIMANALI (FREE):

Periodico che descrive e racconta i risultati messi a segno dai mercati liquidi di obbligazioni e azioni. Tutti i venerdì pomeriggio prima di cominciare il week-end.

SUBSTACK (FREE):

Note e pensieri giornalieri su risultati e notizie dai mercati.

ANALISI E PENSIERI MENSILI (SOLO ABBONATI):

Performance-attribution mensile per i 4 portafogli (Tesoreria, Credito strategico, Azionario, Multi-strategy) della ricerca VEN-TO. Operatività per la reimpostazione dei portafogli. Prima settimana del mese.

OUTLOOK (SOLO ABBONATI):

Raccolta di iniziative di asset-allocation e di selezione realizzate nei portafogli di inizio anno dai nostri analisti. Gennaio e Settembre. Il documento viene ri-proposto (con ritardo) sul sito di VEN-TO.

GSTR - GOD SAVE THE REIT (SOLO ABBONATI):

Viaggio nei comparti più attraenti della struttura finanziaria dei REIT europei. Un paio di volte all'anno, la prima in 1H, la seconda a fine periodo.

RICERCA AD HOC (SOLO ABBONATI):

Condivisione di ricerca proprietaria per posizioni-chiave dei portafogli di Credito strategico e Azionario. Tutte le volte che risulta necessaria.

VEN-TO