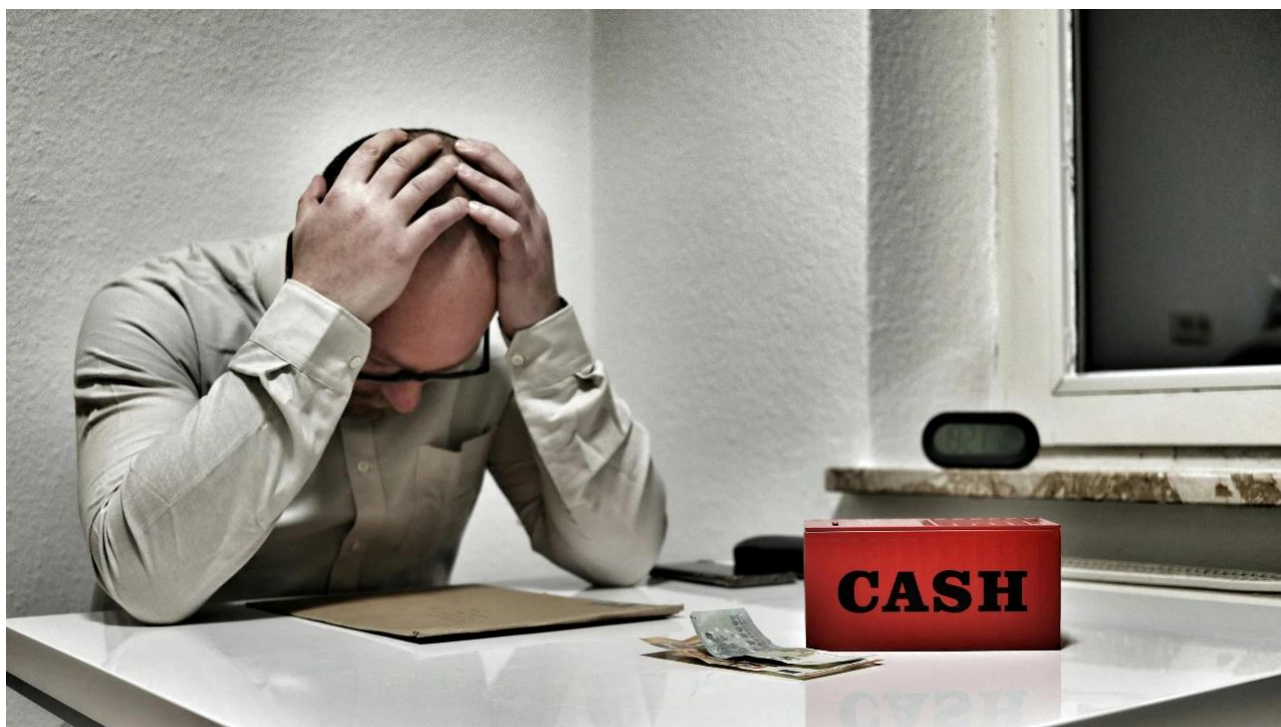


## Private credit sotto pressione: cade l'illusione della liquidità e il retail fugge



Le richieste record di rimborsi mettono in tensione i fondi semi-liquidi: tra limiti, interventi straordinari e vendite di asset, il settore affronta un passaggio cruciale che ridefinisce il rapporto tra rendimento e accesso al capitale. Il buco tuttavia riguarda solo 10 miliardi in un mercato che ne vale 2.000: forse poco perché si possa considerare un incendio

È il momento della verità per il [private credit](#). Quello che fino a pochi mesi fa era considerato il segmento più solido e redditizio dei mercati privati si trova oggi a fare i conti con una dinamica opposta: investitori che chiedono di uscire e gestori costretti a gestire una promessa di liquidità illusoria. I numeri raccontano un cambio di fase netto. Le richieste di rimborso nei fondi di private credit hanno superato in molti casi il 9-11% del valore degli asset, ben oltre i limiti trimestrali standard fissati intorno al 5%.

Il caso più emblematico è quello di BlackRock: il suo fondo di private credit HLEND da 26 miliardi ha ricevuto richieste pari al 9,3% e ha potuto soddisfarne solo il 5%, circa 620 milioni di dollari. Non è un episodio isolato. Il vaso di Pandora si è aperto da [Blue Owl](#), che dopo aver tentato di far fronte alle maggiori richieste di rimborsi anticipati cedendo asset, ha di fatto eliminato le finestre trimestrali di rimborso, sospendendo la liquidità ordinaria e passando a restituzioni progressive legate alla vendita degli asset. Da quel momento, gli investitori hanno iniziato una fuga sempre più rapida e diversi operatori hanno dovuto prendere posizione. Da un lato, c'è chi ha scelto la linea della disciplina, come BlackRock. E come Ares che ha ricevuto richieste di rimborso per 1,2 miliardi di dollari su un fondo da 10,7 miliardi e ha deciso di esaudirne soltanto per 524 milioni,

ossia per il 5%. E Apollo il cui fondo di private credit Bdc ha restituito agli investitori circa 720 milioni su una domanda totale di 1,6 miliardi. Dall'altro, alcuni gestori hanno optato per soluzioni più "difensive" sul piano reputazionale. Blackstone, che ha registrato richieste record sul suo fondo BCRED, ha alzato il tetto di rimborso per soddisfare totalmente i clienti come Oaktree che ha coperto integralmente domande pari all'8,5% degli asset. E poi c'è la situazione, intermedia, di Cliffwater che ha aumentato il cap al 7% e ha iniettato capitale allo scopo di coprire una maggiore quota.

Il risultato è una spaccatura: tra chi protegge la struttura di lungo termine dei portafogli e chi cerca di evitare un effetto fuga tra gli investitori.

Sulla scena resta il nodo strutturale. Il private credit è cresciuto fino a sfiorare i 2.000 miliardi di dollari globali, attirando capitali soprattutto dalla clientela privata in cerca di rendimento. McKinsey fotografa la crescita della promessa di liquidità raccontando che il capitale retail nelle strutture alternative è raddoppiato da 92 a 204 miliardi in soli due anni. Ma questa espansione si è basata su un equilibrio fragile: asset illiquidi finanziati da veicoli che promettono finestre di uscita periodiche. Ora che il sentiment cambia, quel mismatch emerge in tutta la sua evidenza. E rende evidente che l'illiquidità non è negoziabile: forse il problema sta proprio qui, nell'aver pensato di poter snaturare un mercato.

## **Il nodo strutturale della liquidità**

Il punto non è nuovo, ma oggi diventa inevitabile: il rapporto tra struttura dei fondi e natura degli asset sottostanti. Così la pensa Jakob Schramm, Head of Private Credit di Golding Capital Partners, che sposta il focus dal "se" al "come". "Un accesso più ampio a questa asset class è fondamentalmente positivo – dice a The Signal – Il credito privato può aiutare a completare l'allocazione degli asset per gli investitori retail e contribuire in modo significativo alla costruzione di portafogli interessanti in termini di rischio. Il disallineamento tra un sottostante illiquido e strutture di fondi (semi-)liquide non è una caratteristica intrinseca dei prodotti orientati al retail, ma un aspetto che deve essere adeguatamente impostato e gestito – il che può significare che gli investitori potrebbero dover accettare un certo livello di illiquidità".

Il punto è cruciale: l'illiquidità non è un difetto da correggere, ma una caratteristica da incorporare. Negli ultimi anni, però, una parte dell'industria ha tentato di "ingegnerizzarla", trasformandola in un vincolo gestibile attraverso finestre di uscita e limiti quantitativi. È proprio questa ingegneria che oggi viene messa sotto pressione.

## **Strutture vs aspettative: dove nasce il cortocircuito**

La tensione attuale non nasce solo dai prodotti, ma dal modo in cui sono stati distribuiti e percepiti. Vito Ferito, Responsabile Divisione Private Banking e Rapporti istituzionali di Gamma Capital Markets, inquadra il problema come un disallineamento tra costruzione tecnica e comportamento degli investitori.

"Negli ultimi anni l'apertura dei private markets a una platea più ampia di investitori ha rappresentato una trasformazione rilevante dell'industria del risparmio gestito. [...] La sostenibilità di questo modello dipende però da un elemento molto concreto, cioè dalla coerenza tra la natura illiquida degli investimenti e le aspettative degli investitori", spiega Ferito.

La distinzione tra consapevolezza formale e sostanziale diventa qui centrale. “Essere consapevoli in teoria della natura illiquida di un investimento è diverso dal comprendere davvero cosa significhi, in concreto, affrontare fasi di mercato in cui le possibilità di disinvestimento risultano limitate o temporaneamente sospese.”, aggiunge l’esperto di Gamma Capital Markets. Negli anni di crescita, la stabilità apparente dei valori e il flusso regolare dei rendimenti hanno contribuito a costruire una percezione distorta: quella di un’asset class illiquida “solo sulla carta”. Oggi quella percezione si sta rapidamente correggendo.



## Il meccanismo dei riscatti: funziona, ma regge?

Dal punto di vista tecnico, il sistema non è in rottura. Sta funzionando esattamente come progettato. Ed è proprio questo che apre il tema più delicato: la fiducia. “Non siamo di fronte a fondi che hanno improvvisamente sospeso i rimborsi al di fuori delle regole, ma a veicoli che stanno applicando esattamente quanto previsto dai rispettivi prospetti”, chiarisce Ferito.

Ma il rispetto delle regole non elimina il rischio di reazioni a catena. “Se questi strumenti non sono stati consigliati in modo corretto, il rischio è che lo slittamento dei rimborsi [...] venga percepito come un segnale d’allarme e induca molti clienti a chiedere il rimborso non perché abbiano davvero bisogno di liquidità, ma perché temono di restare bloccati”, prosegue Ferito. Il punto di equilibrio non è nei prospetti, ma nei flussi. “Il sistema regge finché gli outflow restano compatibili con la liquidità disponibile e con gli inflow. Se entrambe le variabili peggiorano insieme, il quadro può cambiare in modo sensibile”. Non è dunque un problema di solvibilità, ma una dinamica autoalimentata di sfiducia.

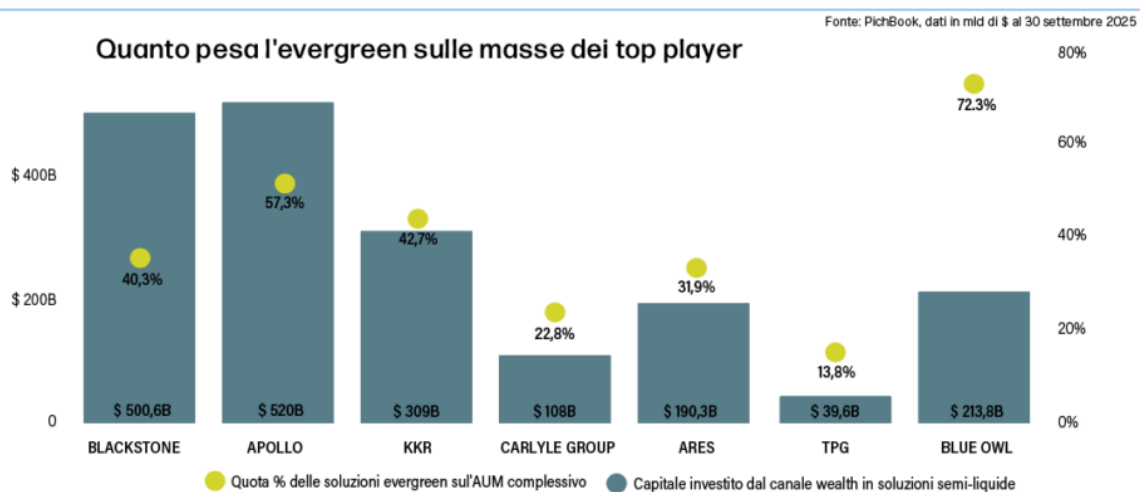
## Qualità del credito e fragilità latenti

A complicare il quadro si aggiunge una variabile spesso sottovalutata nella narrazione recente: la qualità degli attivi sottostanti. Ferito introduce un elemento chiave, legato in particolare al mercato statunitense: “Secondo recenti analisi, la trasformazione indotta dall’intelligenza artificiale potrebbe aumentare in modo significativo i default nel direct lending, con una stima che arriva fino all’8%”. Non è un dato neutro. In un contesto in cui parte del mercato è concentrata su settori come il software, un deterioramento del credito può amplificare le tensioni di liquidità. “Quando gli inflow rallentano – avverte Ferito – si restringe la capacità del sistema di accompagnare le aziende nel rifinanziamento e questo può innescare un circolo vizioso: meno nuovi capitali, maggiore difficoltà a rifinanziare i debiti esistenti, maggiore pressione sui portafogli, ulteriore peggioramento della

fiducia degli investitori e nuove richieste di rimborso”. Il passaggio da stress tecnico a stress sistemico passa esattamente da qui.

## Selettività: ritorno alle basi del credito

In questo scenario, la crescita indiscriminata lascia spazio a una fase di selezione. “I gestori del credito più esperti sono rimasti selettivi nonostante la crescita del mercato – afferma Schramm – Il segmento lower middle market continua a offrire un pricing interessante a fronte di ottime tutele per i finanziatori”. La distinzione tra upper e lower middle market non è solo una questione di rendimento, ma di struttura. “Asset stabili con modelli di business consolidati, strutture di finanziamento prudenti e una solida tutela dei creditori tramite una documentazione rigorosa rimangono elementi imprescindibili”. Dopo anni in cui la compressione degli spread ha eroso le protezioni, covenant e disciplina tornano a essere fattori discriminanti.



## Un'asset class più complessa di quanto raccontato

La lettura dominante del private credit come blocco omogeneo è uno dei principali limiti analitici emersi in questa fase. Una semplificazione che va ribaltata. “Continuare a osservare il private credit attraverso questa lente distorta porta a sottovalutare una realtà ben più sfaccettata, che può invece svolgere un ruolo rilevante, persino stabilizzante, nei portafogli”, aggiunge Andy Armstrong, Senior Investment Manager, Private Credit di Aberdeen Investments. “Lo stesso uso indistinto dei termini “private credit” e “direct lending” finisce per ridurre un universo complesso alla sua componente più rischiosa”, spiega l'esperto di Aberdeen. Ma in realtà esistono segmenti con caratteristiche molto diverse. “Il mercato dei private placement investment grade presenta tassi di default storicamente contenuti”, sottolinea Armstrong. Così come il debito infrastrutturale o il real estate commerciale, che finanziano asset reali e generano flussi prevedibili. Il problema non è quindi l'asset class in sé, ma la sua rappresentazione e, di conseguenza, la sua allocazione.

## Il vero punto: allocazione, non accesso

La democratizzazione non è in discussione, ma cambia di significato. Non è più solo un tema di accesso, bensì di costruzione dei portafogli. “Quando l'allocazione è dimensionata correttamente e inserita in una pianificazione di lungo periodo, questi strumenti possono avere un ruolo utile nei portafogli”, osserva Ferito. Il rischio emerge quando l'illiquidità viene trattata come una variabile

secondaria. “Quando invece vengono percepiti come soluzioni con caratteristiche di liquidità simili ai fondi tradizionali, aumenta il rischio di tensioni nei momenti di mercato più complessi”, conclude Ferito.

## **Solo un cambio di passo**

Insomma, il settore non sta implodendo, ma sta cambiando regime. La fase espansiva, sostenuta da abbondante liquidità e forte domanda retail, lascia spazio a un contesto in cui contano struttura, disciplina e qualità degli attivi. Non è la fine della democratizzazione, ma la fine della sua versione semplificata. Il private credit continuerà a crescere, ma con un perimetro più definito: meno ambiguità sulla liquidità, maggiore selettività sugli asset, e un ruolo del wealth management sempre più centrale nel tradurre complessità in scelte coerenti. Il passaggio in corso non è ciclico. È strutturale. E ridisegna il punto di equilibrio tra rendimento, rischio e accesso al capitale.