

1. Negli ultimi anni l'industria ha aperto i private markets a una platea molto più ampia di investitori attraverso veicoli come ELTIF, BDC e fondi evergreen. Alla luce delle recenti tensioni sui rimborsi, il modello di asset illiquidi distribuiti al retail è davvero sostenibile nel lungo periodo?

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. Strumenti come ELTIF, BDC e fondi evergreen sono stati introdotti per consentire anche alla clientela non istituzionale di accedere a investimenti legati all'economia reale, ampliando le opportunità di rendimento e di diversificazione rispetto ai mercati quotati.

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. I private markets richiedono orizzonti temporali lunghi e il valore degli attivi non è determinato da un mercato liquido quotidiano. Di conseguenza, la possibilità di uscire dall'investimento è limitata e condizionata dalla struttura stessa del prodotto e dalla capacità del gestore di gestire i flussi di liquidità.

Le recenti tensioni sui rimborsi vanno lette come il segnale di una fase di transizione strutturale del settore, nella quale emergono con maggiore evidenza le criticità legate alla gestione della liquidità e alla crescente integrazione dei private markets nei portafogli della clientela non istituzionale. In presenza di condizioni macroeconomiche sfavorevoli o di un aumento significativo delle richieste di uscita, non si può escludere che tali tensioni possano evolvere in una fase più complessa per il settore. Proprio per questo diventa ancora più centrale il ruolo del consulente patrimoniale, chiamato a guidare le scelte di asset allocation con un approccio rigoroso e di lungo periodo, valutando con attenzione la reale capacità dell'investitore di sostenere l'illiquidità e assicurando che l'esposizione ai private markets sia costruita in modo coerente e sostenibile nel tempo.

2. Molti di questi prodotti sono stati distribuiti attraverso reti di wealth management a investitori in cerca di rendimento. Col senno di poi, tutti gli investitori hanno compreso pienamente il livello di illiquidità e i limiti di uscita di questi strumenti?

L'interesse verso i private markets si è sviluppato in un contesto in cui l'attenzione degli investitori si è concentrata soprattutto sulle potenzialità di rendimento e sulla stabilità apparente dei valori, mentre la componente legata all'illiquidità è rimasta spesso meno percepita nella sua reale portata. Va comunque precisato che sul mercato italiano, anche per effetto di una diffusione ancora relativamente recente di questi strumenti, non si registrano al momento tensioni significative sui rimborsi. La giovane età del mercato domestico contribuisce infatti a rendere meno evidenti alcune dinamiche che in altri contesti più maturi stanno emergendo con maggiore chiarezza.

Dal punto di vista formale, le caratteristiche di questi prodotti, inclusi i limiti di uscita, sono sempre state esplicitate nella documentazione. Il tema centrale riguarda però la comprensione sostanziale di tali vincoli. Essere consapevoli in teoria della natura illiquida di un investimento è diverso dal comprendere cosa significhi, in concreto, affrontare fasi di mercato in cui le possibilità di disinvestimento risultano limitate o temporaneamente sospese.

In diversi casi la spinta alla ricerca di rendimento ha portato a sottovalutare questo aspetto, evidenziando come l'inserimento dei private markets nei portafogli richieda un livello di consulenza più approfondito rispetto agli strumenti liquidi tradizionali. Diventa quindi determinante non solo valutare l'orizzonte temporale reale dell'investitore e la sua capacità di sostenere l'illiquidità, ma

anche definire con attenzione il peso complessivo allocato in questa asset class. Una volta individuata la quota coerente nell'asset allocation, è opportuno costruire una diversificazione reale, che non si limiti al semplice aumento del numero di strumenti in portafoglio ma che tenga conto delle diverse strategie, delle fasi di investimento e soprattutto delle scadenze dei veicoli sottostanti.

In questa logica, una gestione efficace può prevedere la costruzione di un portafoglio con scadenze progressive nel tempo. Un approccio di questo tipo contribuisce a rendere più sostenibile l'esposizione ai private markets, riducendo il rischio di concentrazione temporale e favorendo una gestione più equilibrata del patrimonio nel lungo periodo.

3. Negli ultimi anni gran parte della crescita dei private markets è arrivata proprio dal canale del wealth management. Senza il contributo del retail e degli investitori affluent, il settore sarebbe stato in grado di mantenere lo stesso ritmo di raccolta?

Senza il contributo del retail evoluto e del wealth management, il settore avrebbe probabilmente continuato a crescere, ma con ritmi più gradualmente e con una maggiore selettività nella costruzione dei portafogli. L'ingresso di nuove masse ha favorito una forte espansione delle strategie, una maggiore competizione tra gestori e, in alcuni segmenti, una compressione dei rendimenti attesi. Questo ha accelerato il processo di trasformazione dei private markets da asset class di nicchia a componente strutturale dell'asset allocation.

In prospettiva, il contributo del wealth management resterà determinante, ma sarà sempre più importante che la crescita della raccolta sia accompagnata da una disciplina nella costruzione dei portafogli coerente con la natura di lungo periodo di questa asset class.

4. Se le richieste di rimborso dovessero continuare ad aumentare, il settore potrebbe trovarsi costretto a vendere prestiti o asset sul mercato secondario. C'è il rischio che si crei una pressione sui prezzi nel mercato del private credit?

È il caso innanzitutto di fare chiarezza su quanto sta avvenendo negli Stati Uniti. Nella maggior parte dei casi di cui si sta parlando in queste settimane 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. In questi prodotti la liquidità non è assimilabile a quella di un fondo aperto tradizionale: esistono finestre periodiche di uscita e, per ciascuna finestra, un tetto massimo di rimborsi, spesso intorno al 5% del NAV per ogni semestre. Quando le richieste superano quella soglia, il gestore soddisfa i riscatti in misura proporzionale e rinvia la parte residua alla finestra successiva.

Alla luce di questo, direi che oggi il mercato non è ancora in una situazione di stress conclamato. Siamo piuttosto in una fase in cui il meccanismo sta funzionando secondo contratto. Il punto delicato riguarda il comportamento degli investitori. Se questi strumenti non sono stati consigliati in modo corretto, il rischio è che lo slittamento dei rimborsi, pur essendo previsto dal regolamento, 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. È qui che un tema tecnico può trasformarsi in un problema di fiducia.

Un fondo con un buon presidio del rischio può anche avere cassa e margini di manovra sufficienti per gestire ordinatamente diversi trimestri di richieste di rimborso pari al massimo consentito, ma una parte dell'equilibrio di questi veicoli si regge anche sulla continuità dei flussi in entrata. Se il mercato entra in una fase in cui i riscatti aumentano e, nello stesso tempo, i nuovi investimenti rallentano, l'equilibrio diventa molto più fragile. In altre parole, il sistema regge finché gli outflow, cioè le uscite, restano compatibili con la liquidità disponibile e con gli inflow, cioè i nuovi capitali che entrano nei fondi. Se entrambe le variabili peggiorano insieme, il quadro può cambiare in modo sensibile.

C'è poi un secondo elemento da monitorare con molta attenzione, che riguarda la qualità del credito sottostante. Una parte importante del mercato americano del direct lending è esposta al settore software, e proprio su questo segmento si stanno concentrando molti timori. 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%, e le agenzie di stampa riportano un crescente smobilizzo di esposizioni verso debito di società software, con spread in allargamento e prezzi sotto pressione.

Se questi timori dovessero tradursi in minori sottoscrizioni ai fondi, non si potrà fare affidamento sui nuovi flussi per sostenere il rinnovo dei prestiti in scadenza. Quando gli inflow rallentano, 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. È per questo che oggi parlerei di un settore che non è in crisi, ma che potrebbe entrare in una fase molto più complessa se dovessero sommarsi shock di fiducia, rallentamento della raccolta e deterioramento della qualità del credito.

5. Molti fondi di private credit hanno offerto finestre di liquidità trimestrali pur investendo in prestiti con orizzonti di diversi anni. Non c'è il rischio che questo modello crei un mismatch strutturale tra liquidità promessa agli investitori e liquidità reale degli asset? La democratizzazione si sta rivelando una promessa difficile da mantenere?

Come spiegavo nella risposta precedente, il nodo della liquidità nei fondi di private credit semi-liquidi deriva dalla loro stessa struttura: investimenti con durata pluriennale e finestre di uscita periodiche entro limiti quantitativi predefiniti. Questo implica che la liquidità offerta agli investitori sia sempre condizionata e gestita, non assimilabile a quella dei fondi aperti tradizionali.

Il rischio di mismatch esiste e tende a emergere soprattutto quando cambiano le condizioni di mercato, con richieste di rimborso concentrate in tempi brevi o con un rallentamento della raccolta. In queste fasi diventa più evidente la distanza tra la liquidità percepita dagli investitori e la reale capacità degli asset sottostanti di generare cassa o di essere ceduti senza impatti rilevanti sui prezzi.

La democratizzazione dei private markets non è di per sé un obiettivo errato, ma richiede modelli di prodotto e modalità di distribuzione coerenti con la natura illiquida (perché tale è e tale rimane) dell'asset class. Quando l'allocazione è dimensionata correttamente e inserita in una pianificazione di lungo periodo, questi strumenti possono avere un ruolo utile nei portafogli. 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.