



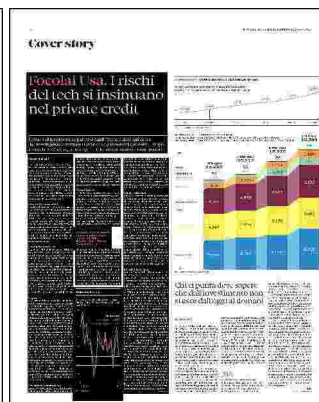
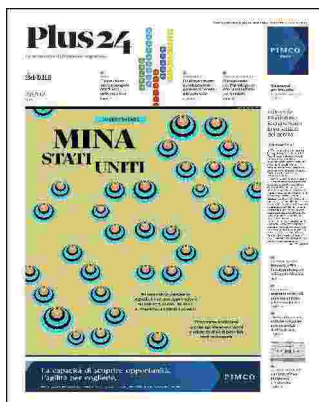
INVESTIMENTI

MINA STATI UNITI

Arrivano da Oltreoceano
segnali che creano apprensione
sui mercati. I rischi del tech
si riversano sul credito privato

Ecco come ricalibrare
i portafogli tra azioni, bond
e valute in vista di possibili
forti turbolenze

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.



139308



Focolai Usa. I rischi del tech si insinuano nel private credit

Le fonti di tensione che partono dagli Usa, dai dazi agli effetti dell'intelligenza artificiale si scaricano sui mercati del debito. Dopo il caso Blue Owl, si guarda agli altri fondi sui finanziamenti privati

Marzia Redaelli

Il caso Blue Owl è solo l'ultimo allarme dei tanti in arrivo dagli Stati Uniti. Le difficoltà della società di investimento americana, che ha sospeso i riscatti di alcuni suoi fondi venduti ai risparmiatori, si sommano ad altri eventi che creano tensione nei mercati finanziari. Le azioni potrebbero entrare in zone di turbolenza molto forte, ma è soprattutto il mercato del debito che rischia di dover assorbire implosioni innescate da micce diverse.

Effetto dazi sul debito

La decisione della Corte Suprema Usa di bocciare i dazi commerciali imposti dal presidente Donald Trump ha scatenato confusione, ha stratonato gli indici azionari e ha fatto salire ancora l'oro. La decisione ha sollevato timori a cascata, come si legge a pagina 6, per una nuova spirale di ritorsioni commerciali e per l'impatto di un possibile aumento dei tassi sull'imponente volume di debito pubblico americano, che deve essere rifinanziato.

L'Ai ha fame di bond

L'ondata di intelligenza artificiale (Ai) che travolge il mondo reale e quello finanziario monta con gli enormi investimenti che richiede e che devono essere finanziati, come è spiegato a pagina 8. Gli analisti non sono spaventati dalle ripercussioni attuali dell'aumento dei bond del settore sui tassi e sul mercato dei Treasury, i titoli di Stato Usa. Il rischio, però, potrebbe aumentare tra qualche anno, con il lievitare delle emissioni, anche attraverso i crediti privati. Si ritorna, dunque, al problema

dell'aumento esponenziale del private credit, nel quale opera Blue Owl.

Il caso

L'allarme private credit è suonato con la sospensione dei riscatti di alcuni fondi da parte di Blue Owl, che si è trovata a far fronte a richieste di liquidazione delle quote da parte degli investitori in fase di avversione al rischio. Subito si sono sollevati timori di un effetto domino, anche per gli intrecci tra le società coinvolte, come accadde nel 2008 con i mutui subprime, quando la leva - cioè la moltiplicazione dei debiti su uno stesso attivo - provocò insolvenze a catena. Blue Owl è una società che opera nel private market, cioè finanzia le aziende con capitale privato raccolto dagli investitori. Molte delle aziende finanziate sono del settore tecnologico che, in generale, piace agli operatori del private credit perché il business ha grandi potenzialità. I problemi sono iniziati con la paura che l'intelligenza artificiale renda obsoleta l'attività di queste aziende, che ha dato il via a una serie di richieste di rimborso dei sottoscrittori dei fondi. L'Ai, quindi, è al tempo stesso il motore di crescita dei mercati e forza dirompente.

I volumi dei crediti privati

Le masse gestite dai prodotti di investimento del private credit sono stimate in oltre duemila miliardi di dollari, che salirebbero secondo le ultime stime a 3.350 miliardi nel 2028. La maggior parte di queste attività è concentrata negli Stati Uniti (il 65%, pari a 1.300 miliardi), mentre l'Europa ne conta meno di un terzo (550 miliardi). In Italia, le masse di private credit ammontano a cinque miliardi, ma il mercato è in rapida espansione.

Mare magnum

All'interno di questo mercato, poi, ci sono prodotti di investimento di natura molto diversa. Il private credit, infatti, è la definizione data a un insieme di finanziamenti privati non bancari, concessi soprattutto a imprese di piccole e medie dimensioni, soprattutto in Europa e in Italia. Tra i tanti ci sono il Direct lending (prestiti diretti a imprese non quotate), i Mezzanine debt (i prestiti mezzanini con priorità di rimborso che arriva

dopo quella dei senior più garantiti), le Special situations, i finanziamenti su misura, o ancora i Distressed debt, i prestiti alle aziende in difficoltà. A ogni tipologia corrisponde un livello di rendimento che dà un premio a seconda del rischio. In media, nel 2024 i rendimenti del private credit sono stati dell'8,4% (13-14% per il più rischioso debito distressed). Inoltre, gli strumenti di private credit hanno meccanismi di funzionamento differenti. I Bdc (Business Development Companies) americani sono fondi quotati che scambiano in base a domanda e offerta, potendo andare sotto il valore del patrimonio in momenti di nervosismo. Gli Evergreen europei, invece, si basano su un patrimonio valutato regolarmente secondo una policy interna o esterna e certificato ogni 6-12 mesi da revisori di bilancio e che hanno finestre di entrata e di uscita predeterminate.

I rischi in Europa

Alessio Garzone, Portfolio manager di Gamma Capital Markets, precisa che in Europa il mercato del private credit è più stabile che negli Usa, perché ancora appannaggio degli investitori istituzionali. Secondo Garzone, il private credit non è in crisi sistemica, ma il caso Blue Owl dimo-



stra che quando prodotti illiquidi sono distribuiti a investitori che si aspettano liquidità, si crea uno squilibrio. «Negli Usa - afferma Garzone - il mercato è molto più grande e partecipato dai risparmiatori, in Europa è più piccolo e più regolamentato, ma con i prodotti Eltif 2.0 il tema diventa attualissimo anche qui. Il rischio principale è un contagio di fiducia, di valutazioni e di raccolta, perché quando il ciclo di liquidità si inverte, ci possono essere frizioni. Anche un asset illiquido, infatti, può avere stress di liquidità quando gli investitori richiedono i soldi più velocemente di quanto rientrino i prestiti».

Istruzioni per l'uso

Il caso Blue Owl ha di nuovo acceso i riflettori sulla leva finanziaria dei

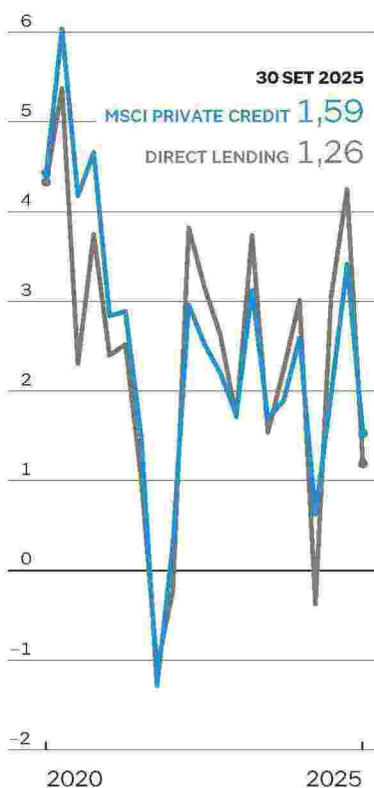
mercati, che può diventare un veicolo di trasmissione fulminea della crisi. «La leva - spiega Domenico Del Borrello, Country Manager Italia di Muzinich & Co. - è un fattore critico da verificare quando si sceglie un fondo di private credit. Storicamente, i grandi problemi si sono verificati con leve superiori a 4-4,5». Gli operatori del mercato del private credit, come Muzinich, si raccomandano di non cadere preda di facili allarmismi e di fare dei distinguo. Innanzitutto, perché i volumi sono ancora contenuti, in termini relativi. Poi, perché nel debito privato, in scenari normali, il finanziamento è valutato al suo valore nominale (alla pari). A differenza che nel private equity, dove il valore delle società può oscillare sensibilmente,

nel debito non c'è rischio di sopravvalutazione, ma solo di sottovalutazione se la società entra in crisi. Questo è un punto delicato, perché per un investitore non professionista è difficile valutare il rischio. «Visti i vari tipi di finanziamento esistenti - continua Del Borrello - bisogna capire la strategia del fondo, in che area geografica investe e qual è la diversificazione settoriale del portafoglio. In generale, gli strumenti di private debt sono adatti al 10-20% del portafoglio di risparmiatori affluenti (con patrimoni tra centomila e un milione di euro, ndr) che hanno un orizzonte temporale medio-lungo, perché in portafoglio hanno attività non quotate e finestre definite di entrata e di uscita per garantire liquidità costante».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Debito ballerino

Andamento dei valori degli indici globali Msci Private Credit e Direct Lending



Fonte: Msci

**2.000 MILIARDI DI MASSE
GESTITE: 1.300 IN USA,
550 IN EUROPA E
SOLTANTO 5 IN ITALIA,
MA IN CRESCITA**