

# Dietro i limiti di liquidità: promesse e rischi della democratizzazione dei mercati privati

Ludovic Subran  
Chief Investment Officer and  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Yao Lu  
Investment Strategist  
[yao.lu@allianz.com](mailto:yao.lu@allianz.com)

Jordi Basco Carrera  
Head of Private Markets  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

Nils Bradtke  
Senior Investment Strategist  
[nils.bradtke@allianz.com](mailto:nils.bradtke@allianz.com)

America Hernandez Ortiz  
Senior Investment Strategist  
[america.hernandez@allianz.com](mailto:america.hernandez@allianz.com)

## In sintesi

**I mercati privati si aprono al retail: nuovi investitori, nuovi prodotti.** I mercati privati globali sono cresciuti di oltre venti volte dal 2000, superando i 17.000 miliardi di dollari, trainati dall'adozione istituzionale del modello Yale, che ha spostato in modo deciso il capitale di lungo termine verso asset illiquidi. La prossima fase di crescita passerà attraverso i canali wealth e il mercato di massa, dove gli investitori non dispongono della stessa struttura di governance, tolleranza all'illiquidità e capacità di selezionare i gestori. Gli evergreen semi-liquidi sono diventati lo strumento principale per il segmento wealth, mentre il mercato di massa viene raggiunto soprattutto tramite piani DC, fondi retail regolamentati, fondi ibridi pubblico-privato e soluzioni assicurative. In queste strutture, la decisione di investimento non è presa dall'investitore finale, ma da un fiduciario, un assicuratore, un quadro regolamentare o dal design stesso del prodotto.

**Tre forze spingono la democratizzazione: rendimenti, politiche pubbliche e nuovi capitali.** Un'esposizione diversificata ai mercati privati può migliorare l'efficienza del portafoglio, aumentando i rendimenti attesi dal 6,2% al 7,9% e mantenendo il rischio nelle fasi di stress (CVaR) intorno a -3%, rispetto al -5% dei portafogli tradizionali liquidi. I governi vedono in questo una leva politica per affrontare un gap pensionistico globale stimato in 400.000 miliardi di dollari entro il 2050, la crescente disuguaglianza legata al fatto che la creazione di valore resta nei mercati privati e i bisogni infrastrutturali che i bilanci pubblici non riescono a finanziare. Per i gestori di asset, il cambiamento è sempre più necessario: la raccolta istituzionale rallenta, poiché il bacino tradizionale di capitale è maturo e i grandi investitori hanno già raggiunto i livelli di allocazione target.

**Il messaggio è reale, ma un'analisi più approfondita mostra un quadro più sfumato.** Primo, la narrativa sui rendimenti è convincente a prima vista: i fondi di buyout hanno generato rendimenti annui del 12-14% contro il 7-9% delle azioni quotate. Ma, una volta isolato l'effetto della leva finanziaria, gran parte del vantaggio del private equity scompare, lasciando la selezione dei gestori come vero motore della sovraperformance. Secondo, gli investitori retail affrontano un triplo svantaggio cumulativo rispetto ai prodotti istituzionali: livelli aggiuntivi di commissioni che erodono il premio per l'illiquidità, potenzialmente asset sottostanti di qualità inferiore e nessuna reale capacità di scegliere i gestori in una classe di attivo con forte dispersione dei risultati. Terzo, la promessa di semi-liquidità non è un'illusione, ma è condizionata: funziona in condizioni di mercato normali, ma espone gli investitori a blocchi (gates) proprio quando desiderano rientrare del capitale. Infine, il capitale retail introduce comportamenti più reattivi in una classe di attivo sempre più collegata a banche e assicurazioni vita, reintroducendo dinamiche di trasformazione delle scadenze che le strutture chiuse avevano in gran parte eliminato.

**Il rallentamento di inizio 2026 rappresenta uno stress test, ma i fattori strutturali restano solidi.** Ci si può aspettare una ricalibrazione dei prodotti verso maggiori riserve di liquidità e meccanismi di limitazione dei rimborsi più rigorosi, una consolidazione verso i grandi gestori globali con la scala e la distribuzione necessarie per operare nel segmento retail e una nuova fase di attenzione regolamentare su trasparenza, leva e buffer di liquidità, con un aumento dei costi ma anche un miglioramento della qualità dei prodotti.

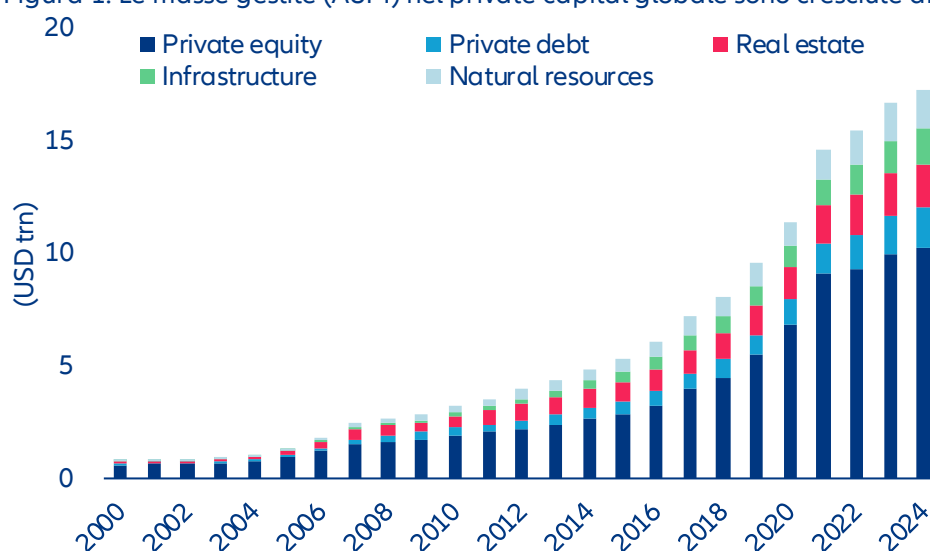
## Per gli investitori, la dispersione tra veicoli retail ben progettati e quelli costruiti male è destinata ad ampliarsi.

Quattro elementi distinguono un prodotto retail di livello istituzionale da versioni semplicemente riprogettate: una liquidità calibrata sugli asset sottostanti, una chiara separazione tra capitali retail e istituzionali, una governance indipendente delle valutazioni e una reale capacità di selezione dei gestori dietro la struttura. Per gli investitori istituzionali, il premio per l'illiquidità tenderà a ridursi e potrebbero emergere conflitti nell'allocazione delle operazioni, poiché i GP distribuiranno un pipeline limitato tra veicoli con profili di liquidità diversi, rendendo essenziale una forte attenzione ai trasferimenti tra pool di capitale.

## Una nuova base di investitori, una nuova gamma di prodotti

**I mercati privati sono stati costruiti attorno a investitori istituzionali e family office.** Il boom dei leveraged buyout degli anni '80, alimentato dalla nascita del mercato dei junk bond, ha dato il via; il capitale istituzionale ha poi trasformato il settore in un colosso. Le masse gestite (AUM) nel private capital globale sono cresciute da circa 800 miliardi di dollari nei primi anni 2000 a oltre 17.000 miliardi nel 2024 (Figura 1), più di venti volte in due decenni.

Figura 1: Le masse gestite (AUM) nel private capital globale sono cresciute di oltre venti volte dal 2000

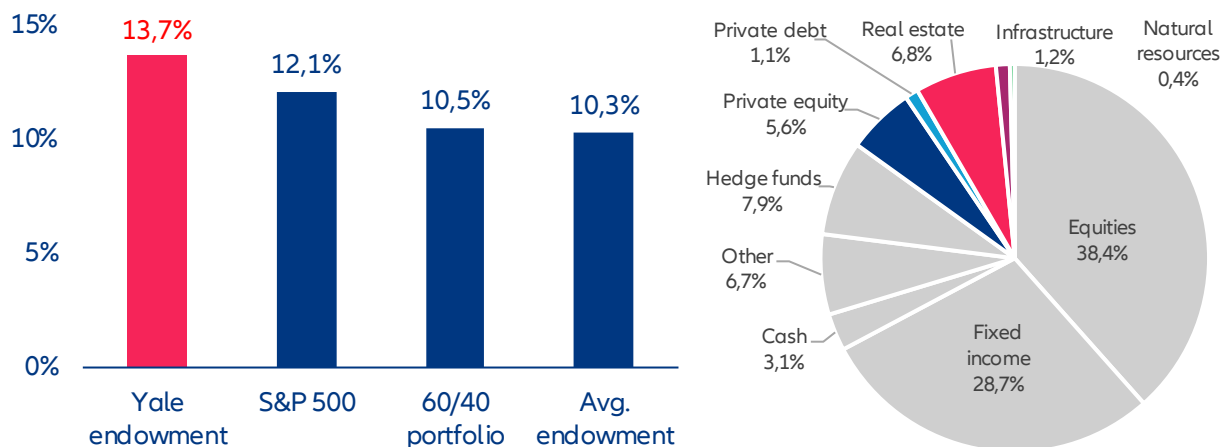


Fonti: Preqin, Allianz Research

Nota: le operazioni secondarie e i fondi di fondi sono esclusi per evitare il doppio conteggio.

**Il fattore determinante alla base della trasformazione dei mercati privati in una componente mainstream dei portafogli istituzionali è il modello di gestione del fondo patrimoniale di Yale. Quando David Swensen assunse la guida dell'ufficio investimenti dell'università nel 1985, i fondi patrimoniali seguivano il classico schema 60/40.** Nei tre decenni successivi, Swensen spostò progressivamente il portafoglio verso gli asset privati, sostenendo che il capitale con orizzonte di lungo periodo dovesse beneficiare di un premio per l'illiquidità che gli investitori nei mercati liquidi non potevano ottenere. Nel 2021, Yale aveva circa il 70% del portafoglio in asset alternativi, quasi dieci volte il livello precedente a Swensen, e aveva generato un rendimento annuo del 13,7% durante il suo mandato, rispetto al 10,5% del portafoglio 60/40 e al 10,3% medio degli altri fondi (Figura 2). Il successo di Yale ha avuto un effetto a catena. Negli anni 2010, i principali fondi universitari statunitensi allocavano in media tra il 40% e il 60% nei mercati privati. Fondi sovrani, fondi pensione pubblici e assicurazioni hanno seguito lo stesso approccio. Oggi, gli investitori istituzionali globali destinano circa il 10% del loro capitale agli asset privati (Figura 2), mentre endowment e fondi pensione pubblici allocano più di un terzo dei loro portafogli.

Figura 2: Il fondo universitario di Yale ha sovraperformato i benchmark tradizionali sotto la gestione di Swensen (a sinistra) e gli investitori istituzionali globali allocano oggi circa il 10% in asset privati (a destra).

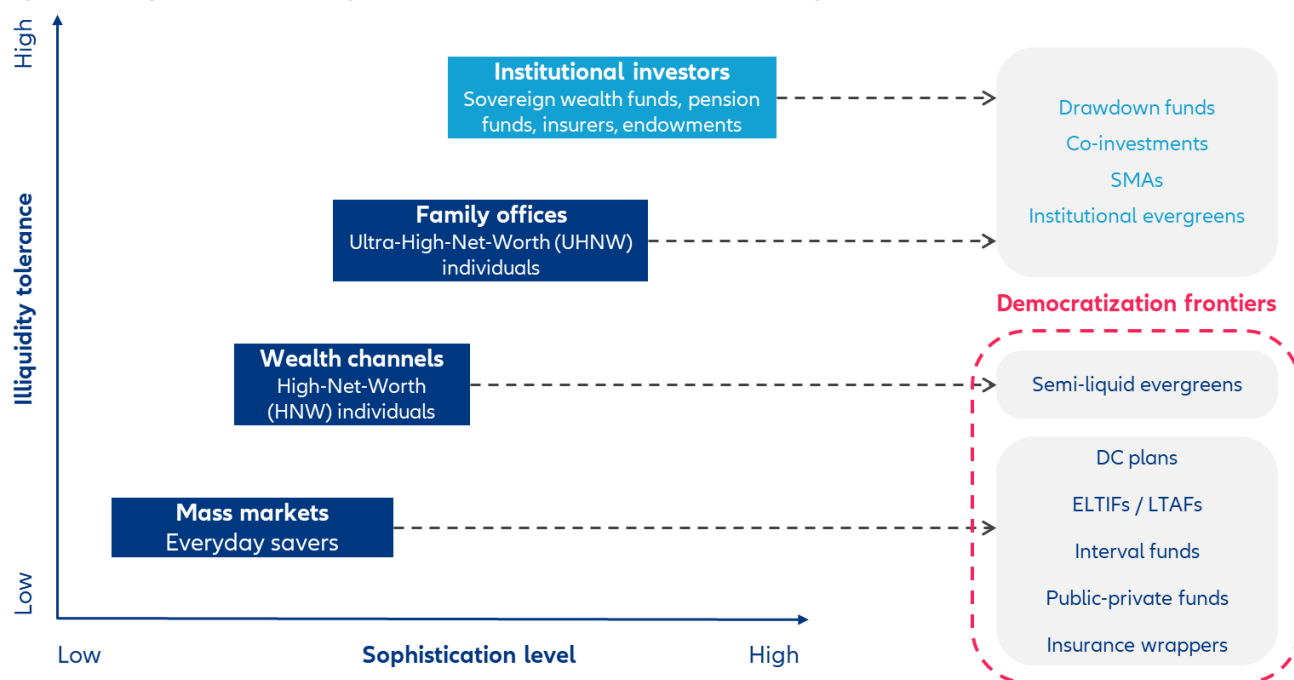


Fonte: Bloomberg, The Economist, Preqin, Allianz Research

**L'adattamento è naturale.** La maggior parte del capitale istituzionale è investita in fondi a richiamo di capitale (drawdown) gestiti da general partner (GP), che individuano, strutturano e gestiscono le operazioni sottostanti. L'orizzonte di oltre 10 anni si adatta bene a fondi pensione e assicurazioni vita, con passività su decenni; team interni, comitati di investimento e consigli di amministrazione svolgono la due diligence richiesta da asset poco trasparenti, e la scala consente sia di negoziare commissioni migliori sia di accedere ai migliori gestori. Oltre ai fondi drawdown, le istituzioni combinano sempre più co-investimenti (insieme ai GP, spesso con commissioni basse o nulle), mandati segregati (SMA, tipicamente oltre 100 milioni di dollari, completamente personalizzati) e fondi evergreen aperti (maggiore semplicità operativa e liquidità continua, senza effetto J-curve). Insieme, questi strumenti permettono alle istituzioni di calibrare l'esposizione con un livello di precisione che il tradizionale modello di fondo non può offrire. **I family office, cioè le "tesorerie private" degli individui molto facoltosi (soglia intorno ai 30 milioni di dollari, spesso di fatto più alta per accedere ai grandi GP), seguono lo stesso modello in forma ridotta.** Variano per sofisticazione, ma utilizzano gli stessi veicoli per accedere agli stessi gestori, talvolta a condizioni leggermente meno favorevoli.

**Oggi, però, l'attenzione si è spostata verso i canali wealth e retail, dove le esigenze degli investitori sono completamente diverse.** "Democratizzazione" significa offrire accesso ai mercati privati a chi era escluso dai prodotti istituzionali, e questo richiede molto più che abbassare le soglie minime. Serve una nuova progettazione dei prodotti, con compromessi diversi tra liquidità, costi, trasparenza e qualità degli asset (Figura 3).

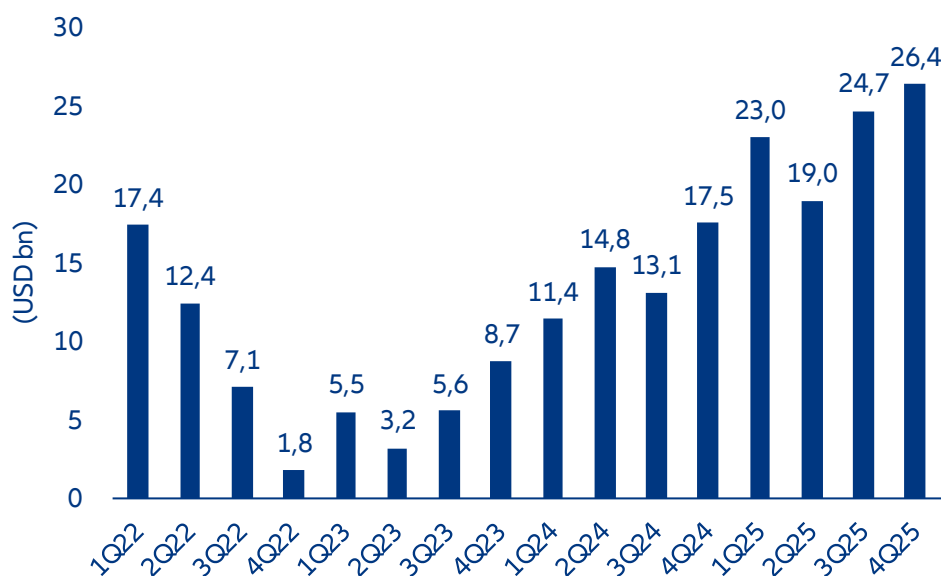
Figura 3: Segmentazione degli investitori e strutture di prodotto lungo la piramide wealth



Fonte: Allianz Research

**Il canale wealth copre la fascia ad alta e altissima ricchezza, in rapida crescita sia in termini di numero sia di patrimonio.** L'accesso parte da 1 milione di dollari di asset investibili; la fascia più attiva, quella very high net worth (VHNW), inizia da 5 milioni. Negli Stati Uniti, le famiglie con patrimoni tra 5 e 20 milioni di dollari controllano oggi il 40% della ricchezza investibile, rispetto al 18% nel 2013, passando da nicchia a vera forza di mercato. Sono tuttavia troppo piccole per interagire direttamente con i gestori (GP) e accedono ai mercati privati tramite banche private, wealth manager e consulenti finanziari. Questo è il segmento commercialmente più maturo della democratizzazione, oltre che uno dei più dinamici. I flussi verso i principali gestori alternativi quotati sono aumentati fortemente negli ultimi tre anni, superando i 25 miliardi di dollari solo nel quarto trimestre del 2025 (Figura 4). I consulenti finanziari statunitensi allocano oggi circa 1.900 miliardi di dollari in strategie non completamente liquide, ma in media solo il 2,3% dei portafogli dei clienti è investito in alternativi, e circa la metà dei consulenti non li utilizza affatto. Il potenziale di crescita è quindi ancora molto ampio.

Figura 4: I flussi netti verso i prodotti wealth offerti dai principali gestori alternativi quotati sono aumentati rapidamente dall'inizio del 2023.



Fonti: JP Morgan, Allianz Research

**Il mercato di massa è un obiettivo molto più ampio e richiede un meccanismo completamente diverso.** I suoi investitori hanno meno competenze finanziarie rispetto alle istituzioni, orizzonti temporali più brevi e nessuna reale capacità di selezionare autonomamente i gestori. Per questo il canale è costruito attorno a fiduciari, assicurazioni e strutture regolamentate che effettuano la selezione al loro posto. Negli Stati Uniti, i segmenti mass affluent e middle market — pari a 46,9 milioni di famiglie — detengono circa 25.000 miliardi di dollari di asset finanziari. Il sistema pensionistico ne gestisce altri 49.000 miliardi, di cui 14.000 miliardi nei piani DC sponsorizzati dai datori di lavoro. In Europa, invece, i risparmi delle famiglie sono per lo più parcheggiati in depositi bancari a basso rendimento (circa 10.000 miliardi di euro nell'UE); il secondo bacino più grande è rappresentato dalle polizze unit-linked, come l'assurance-vie in Francia, i PIR in Italia e strumenti simili in Germania.

**Tre differenze strutturali distinguono gli investitori del canale wealth rispetto alle istituzioni: mancano di strutture di governance, tollerano meno l'illiquidità e accedono ai mercati privati tramite intermediari, che richiedono caratteristiche standardizzate compatibili con i portafogli modello.** Il risultato è una nuova generazione di prodotti progettati per essere accessibili, dove la performance viene ricercata entro questi limiti, non a ogni costo. Gli evergreen semi-liquidi sono diventati il formato principale: finestre trimestrali di sottoscrizione e rimborso, assenza di richiami di capitale, commissioni semplificate e reportistica fiscale standardizzata. Ogni

caratteristica risponde a un vincolo specifico. Se ben progettati — con adeguati buffer di liquidità e valutazioni disciplinate — questi strumenti possono offrire agli investitori una parte significativa dei rendimenti istituzionali, anche a chi prima non aveva alcun accesso.

**Raggiungere il mercato di massa richiede quindi un cambio di paradigma.** L'investitore finale non sceglie più direttamente il prodotto; la struttura deve invece dimostrare a un fiduciario o a un regolatore di essere adatta a un investitore medio. Ne deriva una gamma di veicoli progettati per categorie regolamentari o prodotti di risparmio specifici, più che valutati singolarmente. Nuove soluzioni stanno emergendo in tutte le principali giurisdizioni: piani DC, ELTIF e LTAF, fondi interval, fondi ibridi pubblico-privato e prodotti assicurativi. I bacini più rilevanti si trovano nei sistemi pensionistici e di risparmio già esistenti. I piani DC statunitensi — spesso tramite fondi target-date con componenti di private market integrate — rappresentano il più grande mercato retail al mondo, con circa 14.000 miliardi di dollari (di cui circa 10.000 miliardi nei 401(k)). In Europa, un ruolo analogo è svolto dalle polizze assicurative, dove è l'assicuratore a gestire la selezione dei gestori, le valutazioni e la liquidità per conto del cliente. Entrambi funzionano perché non richiedono competenze all'investitore finale: il fiduciario o l'assicuratore fornisce disciplina e controllo. L'esposizione ai mercati privati è integrata in una struttura familiare e progettata in modo che le esigenze di liquidità del singolo investitore non destabilizzino gli asset sottostanti. L'esperienza retail resta quindi invariata in superficie, mentre l'accesso ai mercati privati — ben governato — è incorporato a un livello più profondo. Per i risparmiatori con orizzonte di lungo termine, questa è una delle poche vie realistiche per ottenere diversificazione e premi di rendimento dei mercati privati senza dover affrontare direttamente le complessità tipiche degli investitori istituzionali.

**I veicoli retail regolamentati seguono una strada più diretta, sostituendo i fiduciari con i regolatori.** Gli ELTIF nell'UE, gli LTAF nel Regno Unito e i fondi interval negli Stati Uniti sono prodotti retail autonomi che un investitore o un consulente può selezionare attivamente, nel rispetto di regole su asset ammissibili, concentrazione, riacquisti obbligatori e trasparenza. Il quadro normativo sostituisce la governance istituzionale che altrimenti mancherebbe a questi prodotti, ed è una parte importante del loro appeal: è come se il regolatore avesse già validato la struttura. Il costo è una minore flessibilità del prodotto, e il canale si è orientato soprattutto verso il private debt e le strategie a bassa volatilità, che si adattano meglio a questi schemi.

**I fondi ibridi pubblico-privato rappresentano il design più recente, mirato direttamente al problema della liquidità.** I piani DC gestiscono le richieste di rimborso grazie alla scala fiduciaria; i veicoli retail regolamentati utilizzano limitazioni predefinite; gli ibridi incorporano invece direttamente nel prodotto una componente del 30-60% di asset liquidi. La parte pubblica fornisce capacità di uscita, mentre quella privata offre l'esposizione alternativa che giustifica il fondo. Il compromesso riguarda il rendimento: un'allocazione del 40% in asset privati all'interno di un fondo che è solo una parte del portafoglio retail si traduce in un'esposizione effettiva ai mercati privati di pochi punti percentuali per l'investitore. Gli ibridi sono quindi una soluzione di design per la liquidità di massa, più che un modo per massimizzare l'esposizione ai mercati privati. Il loro vantaggio è rendere accessibili alcune caratteristiche dei mercati privati a investitori per cui i veicoli puramente privati non sono praticabili, accettando un compromesso sui rendimenti in cambio di una reale liquidità giornaliera.

**I quattro canali condividono un unico principio di progettazione, pur con meccanismi diversi.** Nessuno presuppone che l'investitore finale scelga attivamente il prodotto. La decisione è affidata a un fiduciario (piani DC), a un assicuratore (prodotti assicurativi), a un quadro regolamentare (ELTIF, LTAF, fondi interval) o alla struttura stessa del prodotto (ibridi). Questo cambiamento su chi prende le decisioni influenza direttamente i risultati per gli investitori e implica che i modelli di accesso al capitale retail probabilmente si differenzieranno per giurisdizione, invece di convergere verso un unico modello globale.

## **Perché i mercati privati stanno diventando mainstream proprio ora**

**Per gli investitori retail, il punto centrale è la diversificazione e rendimenti migliori corretti per il rischio.** L'evidenza è chiara: gli asset privati diversificano, quelli tradizionali sempre meno. Dal 2022, le correlazioni tra azioni e obbligazioni dei mercati pubblici sono aumentate rapidamente, riducendo la funzione protettiva del classico portafoglio 60/40. La teoria moderna del portafoglio afferma che aggiungere asset con correlazioni basse o negative sposta la frontiera efficiente verso l'alto e a sinistra; la matrice di correlazione nella Tabella 1 lo

conferma. I dati sono prospettici, non storici, e riflettono il contesto attuale. Le frecce indicano i cambiamenti più significativi, concentrati tra gli asset tradizionali che sono diventati più correlati sotto la pressione della stagflazione.

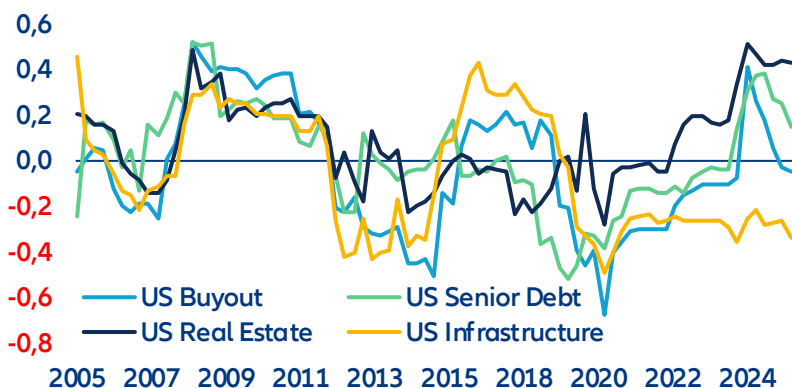
Tabella 1: Matrice di correlazione tra diverse classi di attivo

	Euro Corporates	Euro High Yield	Euro Covered Bonds	USD Corporates	Equity BAA Aggregate	US Private Equity (Buyout)	US Private Debt (senior)	US Real Estate	US Infrastructure	Euro Government Bonds	Euro Agency bonds	Emerging Markets Bonds	Gold
Euro Corporates	1,00	0,82	0,86	0,77	0,63	0,20	0,31	0,24	0,17	0,80	0,83	0,87	0,47
Euro High Yield		1,00	0,53	0,54	0,82	0,24	0,33	0,20	0,30	0,42	0,48 ▲	0,83	0,43
Euro Covered Bonds			1,00	0,71	0,37	0,21	0,31	0,19	0,20	0,93	0,94	0,70	0,49
USD Corporates				1,00	0,43	0,17	0,23	0,30	0,12	0,72	0,73	0,76	0,53
Equity BAA Aggregate					1,00	0,14	0,26	0,09	0,24	0,28 ▲	0,33	0,74	0,46
US Private Equity (Buyout)						1,00	0,81	0,42 ▼	0,71	0,09	0,10	0,20	0,42
US Private Debt (senior)							1,00	0,43	0,62	0,22	0,25	0,31	0,37
US Real Estate								1,00	0,17 ▼	0,23	0,21	0,17	0,04
US Infrastructure									1,00	0,01	0,03	0,27	0,58 ▲
Euro Government Bonds										1,00	0,98	0,62	0,35
Euro Agency bonds											1,00	0,67	0,38
Emerging Markets Bonds												1,00	0,63
Gold													1,00

Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

**Gli asset privati sono costantemente poco correlati con quelli pubblici e appena correlati tra loro.** Man mano che le correlazioni nei mercati pubblici aumentano, le infrastrutture emergono come il principale beneficiario: le correlazioni con titoli di Stato, obbligazioni di agenzia e corporate dell'area euro restano tutte basse. L'aspetto più interessante della matrice è però l'eterogeneità all'interno dello stesso universo dei mercati privati: real estate e infrastrutture non sono sostituti del private equity. L'analisi rolling su quattro anni nella Figura 6 lo conferma. Dal 2005 al 2026, tutte e quattro le principali classi di asset privatistatunitensi — buyout di private equity, debito senior, real estate e infrastrutture — hanno mostrato correlazioni medie prossime allo zero rispetto a un portafoglio pubblico 60/40, senza superare lo 0,5. Negli ultimi anni la dispersione è aumentata, con le infrastrutture come asset più decorrelato, anche mentre le correlazioni complessive di mercato sono salite.

Figura 6: Correlazioni rolling tra diverse classi di attivo



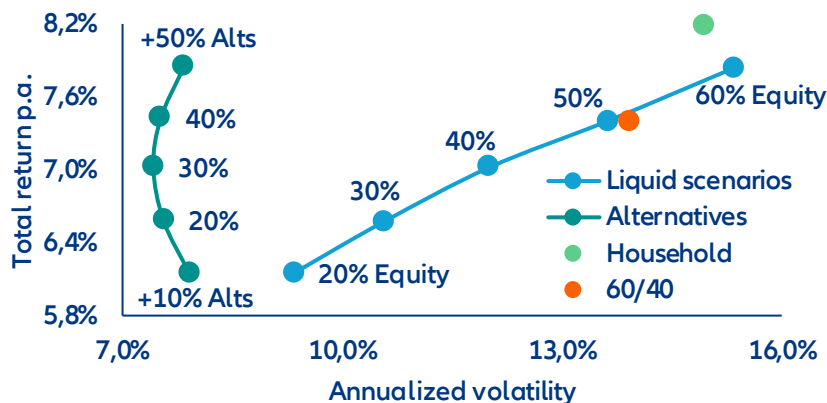
Fonte: Pitchbook, Allianz Research

**L'argomento quantitativo più convincente a favore della democratizzazione si trova direttamente nella frontiera efficiente.** La Figura 7 rappresenta la volatilità annualizzata rispetto al rendimento totale per portafogli che vanno da una combinazione tradizionale pura di 13 asset class a portafogli con quote crescenti di alternativi (10-50%). Man mano che aumenta il peso degli alternativi, la frontiera si sposta chiaramente verso l'esterno: la frontiera verde degli alternativi domina quella arancione degli asset liquidi in ogni punto, con volatilità più bassa e rendimenti più elevati senza eccezioni. La teoria suggerisce che asset con bassa correlazione dovrebbero migliorare il rapporto rischio-rendimento; il divario empirico è evidente. Gli asset privati offrono un premio per l'illiquidità senza il rischio di concentrazione tipico dell'esposizione alle azioni pubbliche, a condizione che gli investitori possano tollerare l'illiquidità e mantenere sufficiente liquidità per affrontare fasi di stress di mercato.

Il classico portafoglio 60/40 (punto arancione) e il portafoglio tipico di una famiglia europea (punto verde) mostrano livelli di volatilità significativamente più elevati, poiché obbligazioni e azioni non sono riuscite a diversificarsi a vicenda dopo la stagflazione del 2022. Possedere una casa non risolve questo problema; una quota diversificata di mercati privati sì. Lo stesso schema emerge anche analizzando il Conditional Value at Risk (CVaR),

che misura le perdite nei mercati negativi e si adatta meglio della volatilità alle distribuzioni non normali tipiche dei portafogli familiari.

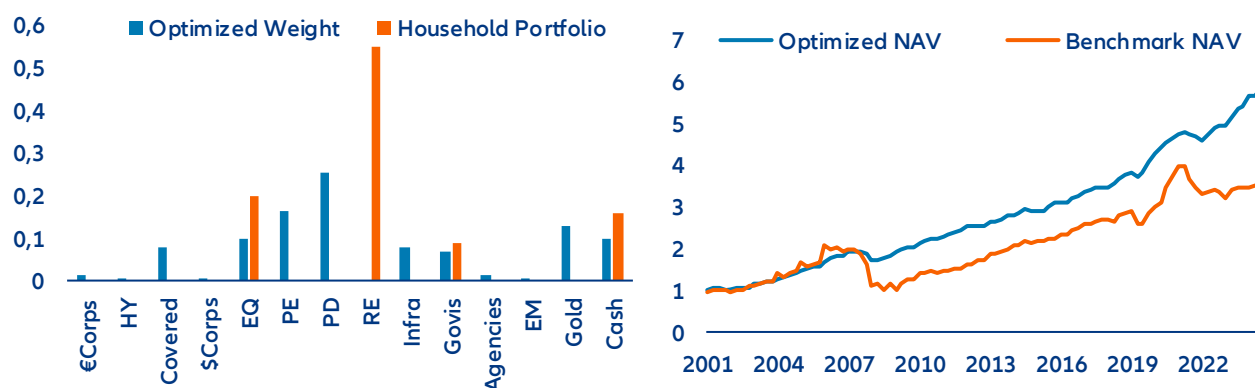
Figura 7: Frontiera efficiente tra asset liquidi e illiquidi



Fonte: Pitchbook, Allianz Research

**Un ottimizzatore chiarisce il quadro.** Le Figure 8 e 9 trasformano la frontiera teorica in un confronto di performance reali. Il portafoglio ottimizzato (in blu), che alloca tra asset alternativi e tradizionali, mostra un indice di Sharpe pari a 2,85, contro 0,64 del benchmark tipico delle famiglie (in arancione). L'ottimizzatore risolve un compromesso: massimizzare il rendimento corretto per il rischio penalizzando sia la concentrazione su singole asset class sia le perdite estreme (CVaR). Utilizza pesi basati sulla capitalizzazione di mercato, ipotesi prospettiche su rendimenti, volatilità e correlazioni, e scenari alternativi invece di medie storiche, producendo un'allocazione robusta nei diversi contesti di mercato. Il risultato è un portafoglio bilanciato, con metà degli investimenti nei mercati privati, affiancati da obbligazioni a basso rischio, oro e liquidità. Anche allocazioni più ridotte nei mercati privati restano valide, poiché il beneficio di diversificazione si mantiene a diversi livelli di peso. La quota ideale per ciascun investitore dipende dalla sua tolleranza al rischio.

Figura 8: Allocazione del portafoglio in % (a sinistra) e performance del portafoglio (a destra)



Fonte: Pitchbook, Allianz Research

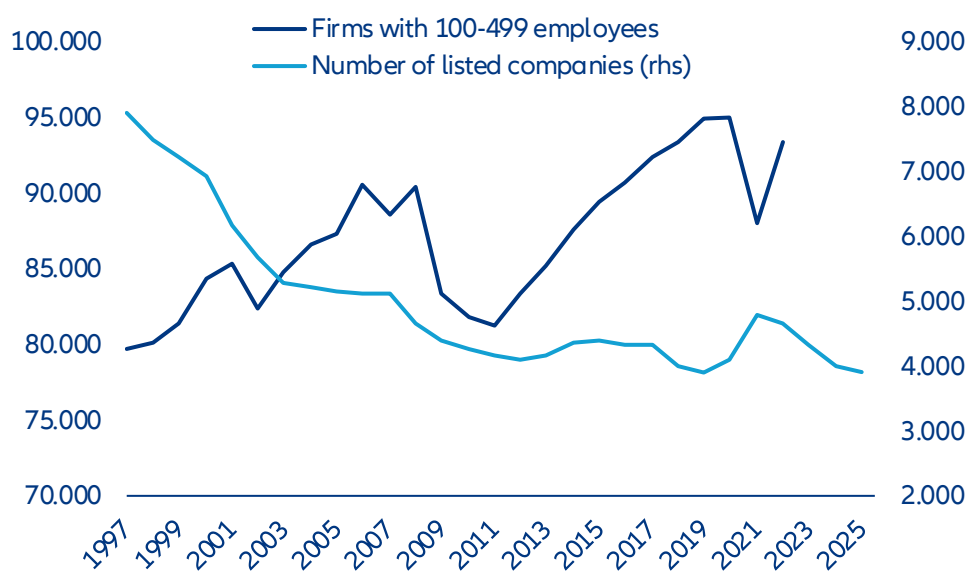
**Per i governi, la democratizzazione è più di una semplice questione di accesso.** È una leva di politica economica per la sostenibilità delle pensioni, l'equità distributiva e il finanziamento delle priorità economiche di lungo termine. Con finanze pubbliche sotto pressione e fonti tradizionali di capitale in difficoltà, i mercati privati vengono ripositionati come strumento per mobilitare il risparmio delle famiglie.

**Il motivo più urgente è la crisi dell'adeguatezza pensionistica.** Il passaggio dai sistemi a prestazione definita a quelli a contribuzione definita ha trasferito il rischio di investimento da aziende e governi agli individui, lasciando i partecipanti con portafogli dominati da azioni e obbligazioni dei mercati pubblici. I piani a prestazione definita

hanno storicamente allocato tra il 15% e il 30% in asset alternativi, beneficiandone; i partecipanti ai piani a contribuzione definita no, e questo divario si è trasformato in un problema significativo. Si prevede che il gap globale del risparmio pensionistico raggiunga i 400.000 miliardi di dollari entro il 2050, rispetto ai 70.000 miliardi del 2023. Con i sistemi pensionistici pubblici sotto pressione, ampliare l'universo di investimento dei piani DC è un modo per ridurre il divario senza aumentare la spesa pubblica.

**Il secondo motivo è la disuguaglianza. Quando i mercati privati restano chiusi, una quota crescente della creazione di valore sfugge ai risparmiatori comuni.** Il numero di società quotate negli Stati Uniti si è circa dimezzato dalla fine degli anni '90, mentre il numero di imprese con meno di 500 dipendenti è aumentato di quasi un quinto (Figura 10). Le aziende restano private più a lungo, quindi gran parte della loro crescita — e della ricchezza che ne deriva — viene catturata da investitori sofisticati con maggiore accesso. I risparmiatori comuni, limitati ai mercati pubblici, restano ai margini.

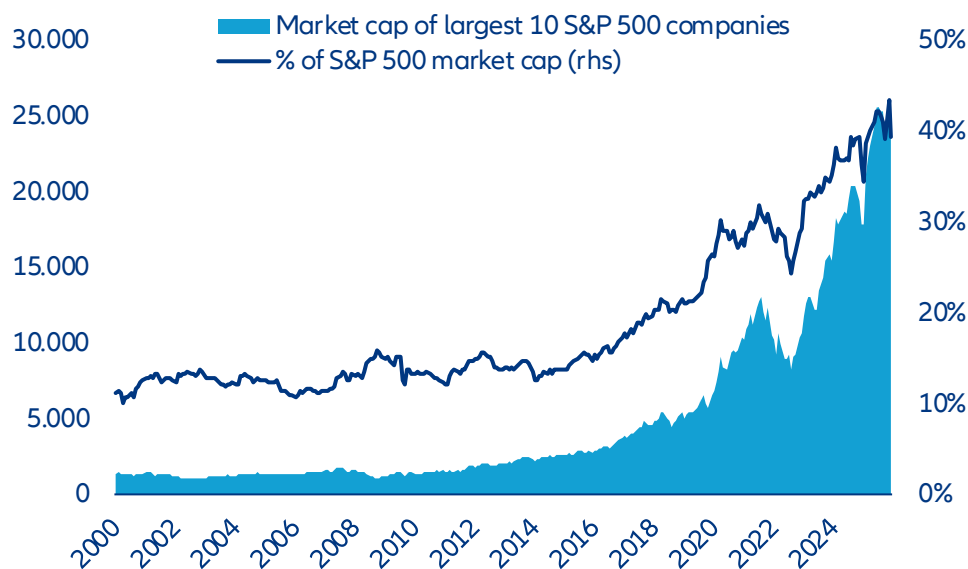
Figura 9: Il numero di società quotate negli Stati Uniti si è quasi dimezzato, mentre le imprese di medie dimensioni sono cresciute di circa un quinto negli ultimi tre decenni.



Fonti: US Census Bureau, World Bank, Allianz Research

**La concentrazione dei mercati pubblici è un terzo fattore trainante.** Le prime 10 società dell'S&P 500 rappresentano oggi il 40% dell'indice e i benchmark azionari statunitensi sono più concentrati che in qualsiasi altro momento dal 2000 (Figura 11). Gli investitori retail che detengono fondi indicizzati passivi sono quindi fortemente esposti a un numero ristretto di grandi società tecnologiche; gli asset privati consentono invece di accedere a settori e fasi di sviluppo poco rappresentati negli indici pubblici. Il tema dell'accesso retail non riguarda solo i rendimenti, ma anche la riduzione del rischio di concentrazione che la rivoluzione della gestione passiva ha, involontariamente, amplificato.

Figura 10: La concentrazione dell'S&P 500 ha raggiunto il livello più alto dal 2000.



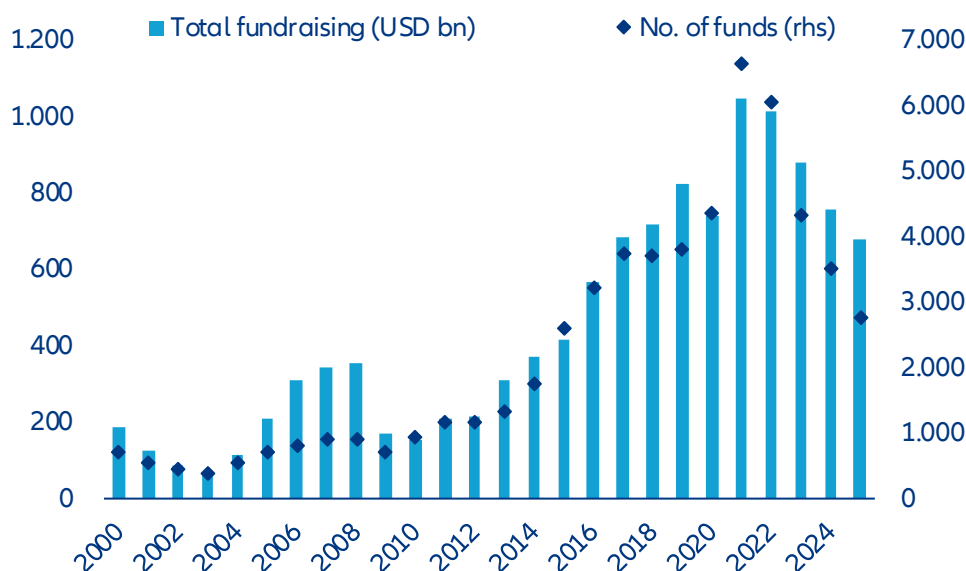
Fonti: Macrobond, Allianz Research

**Il capitale privato viene anche mobilitato per colmare le lacune che i bilanci pubblici non riescono a coprire.** Le esigenze di investimento dell'UE per infrastrutture, transizione energetica e trasformazione digitale sono stimate intorno al 5% del PIL annuo, ben oltre ciò che governi con vincoli fiscali possono finanziare. I circa 10.000 miliardi di euro di depositi bancari delle famiglie europee rappresentano in gran parte capitale improduttivo. Convogliare questi risparmi verso infrastrutture, growth equity ed energia attraverso strumenti come ELTIF o LTAF permetterebbe di ottenere due risultati: aumentare i rendimenti delle famiglie nel lungo periodo e fornire capitale all'economia reale che il settore pubblico non riesce a sostenere.

**La competizione tra giurisdizioni sta influenzando sia la progettazione sia i tempi di queste riforme.** Stati Uniti, UE, Regno Unito, Australia e Singapore si stanno muovendo contemporaneamente, senza voler vedere i risparmi nazionali spostarsi all'estero alla ricerca di alternative. La decisione del Regno Unito di rendere gli LTAF eleggibili per gli ISA dal 2026 è stata spinta dalla competizione con Lussemburgo e Dublino come hub per la domiciliazione dei fondi; la legge francese sull'industria verde è stata progettata per mantenere i risparmi retail all'interno del settore assicurativo francese. La sfida non è solo canalizzare il capitale retail verso i mercati privati, ma farlo alle proprie condizioni prima che lo faccia un concorrente.

**Per i gestori di asset, l'ingresso nel segmento wealth e retail non è più opzionale. Dopo decenni di crescita dei flussi, la raccolta istituzionale ha raggiunto un punto di stallo.** Nel 2025, la raccolta di fondi di private equity chiusi è scesa al livello più basso degli ultimi cinque anni (Figura 12), poiché le uscite limitate hanno lasciato oltre 16.000 società in portafoglio detenute per più di quattro anni e le distribuzioni agli investitori istituzionali sono rallentate drasticamente. Il calo dei mercati pubblici del 2022 ha generato un effetto denominatore che ha portato molte istituzioni a superare i propri obiettivi di allocazione, inducendo una pausa nei nuovi impegni. Oltre al ciclo, le istituzioni che hanno avviato programmi nei mercati privati negli anni 2000 hanno ormai raggiunto, o sono vicine a raggiungere, i propri target. Con il tradizionale bacino di capitale ormai maturo, il settore si è quindi orientato verso gruppi di investitori che, fino a poco tempo fa, avevano accesso limitato.

Figura 11: I volumi di raccolta e il numero di fondi di private equity sono diminuiti nettamente rispetto ai picchi del 2021



Fonti: Preqin, Allianz Research

## Box 1. Policy in evoluzione: portare i mercati privati nei piani 401(k)

**Per la maggior parte della loro esistenza, i piani pensionistici americani 401(k) e gli altri piani a contribuzione definita (DC) hanno escluso gli asset dei mercati privati.** I vincoli fiduciari dell'ERISA, il rischio di contenzioso e le difficoltà operative (illiquidità, complessità delle valutazioni, scarsa trasparenza delle commissioni) li rendevano poco adatti. Le regole della SEC sugli investitori accreditati hanno ulteriormente limitato la partecipazione diretta degli investitori retail, rafforzando la divisione strutturale tra piani DC e piani a prestazione definita (DB). Il primo passo importante è arrivato nel giugno 2020, quando il Dipartimento del Lavoro (DOL) ha pubblicato una lettera informativa che consentiva l'inclusione del private equity all'interno di opzioni DC diversificate, come i fondi target-date e i fondi bilanciati, purché gestiti in modo prudente. Una dichiarazione supplementare del dicembre 2021 ha poi segnalato una pausa, osservando che la maggior parte degli sponsor di piani non aveva le competenze necessarie per valutare correttamente tali prodotti.

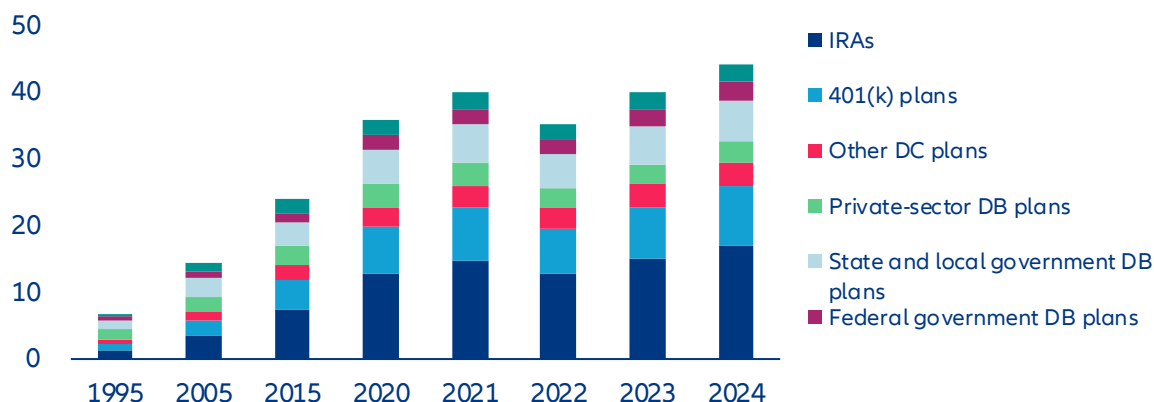
**Nel 2025 la politica è cambiata.** Il 12 agosto 2025, il DOL ha formalmente ritirato le linee guida del 2021 che scoraggiavano le alternative nei piani 401(k). Questa decisione è in linea con l'ordine esecutivo della Casa Bianca sulla "democratizzazione dell'accesso agli asset alternativi per gli investitori 401(k)" e chiarisce che l'esposizione ai mercati privati può essere consentita all'interno di opzioni diversificate secondo l'ERISA. Il DOL ora adotta un approccio neutrale e basato su principi: i fiduciari devono valutare le opzioni di investimento in base ai loro meriti e alla loro adeguatezza, segnando un cambiamento rispetto al passato, quando alcune classi di attivo venivano sottoposte a controlli specifici.

**Il Congresso ha fornito supporto legislativo.** Il SECURE Act 2.0 del 2022 ha facilitato indirettamente l'accesso agli investimenti alternativi consentendo ai piani 403(b) di utilizzare i Collective Investment Trusts (CIT). I CIT sono spesso il veicolo preferito per l'esposizione ai mercati privati nei piani aziendali, grazie a costi inferiori e maggiore flessibilità rispetto ai fondi comuni. Insieme, queste iniziative creano un contesto normativo coerente in cui l'esposizione ai mercati privati può crescere all'interno dei piani DC nel rispetto delle normative esistenti su fiduciari e titoli. Un'opzione di investimento alternativa inserita in un fondo ben diversificato, gestito da professionisti qualificati e adeguatamente documentata dallo sponsor del piano, può rientrare pienamente nel dovere di prudenza previsto dall'ERISA. Sono attese ulteriori indicazioni operative da parte del DOL, mentre la SEC potrebbe fornire linee guida su valutazioni e trasparenza man mano che nuovi prodotti entrano sul mercato.

**Gli effetti di base sono rilevanti.** Nel primo trimestre del 2025, il sistema DC statunitense gestiva circa 12.200 miliardi di dollari, rispetto ai 3.800 miliardi dei piani DB pubblici e privati. Gli investimenti alternativi rappresentano circa il 30% delle allocazioni nei piani DB, ma solo lo 0,1% nei portafogli DC; anche una modesta riallocazione avrebbe quindi un impatto significativo in termini assoluti. Uno scenario base con una penetrazione del 3-5% nei DC

entro il 2030 comporterebbe afflussi cumulati di 300-400 miliardi di dollari; uno scenario più ottimistico, con il 10% entro il 2035, implicherebbe nuove allocazioni tra 1.200 e 1.500 miliardi di dollari. Si prevede che l'adozione inizi con le opzioni predefinite dei piani di grandi dimensioni, che includono private equity diversificato e private credit all'interno di strutture multi-asset, per poi diffondersi gradualmente nei piani di medie dimensioni man mano che i sistemi operativi si standardizzeranno.

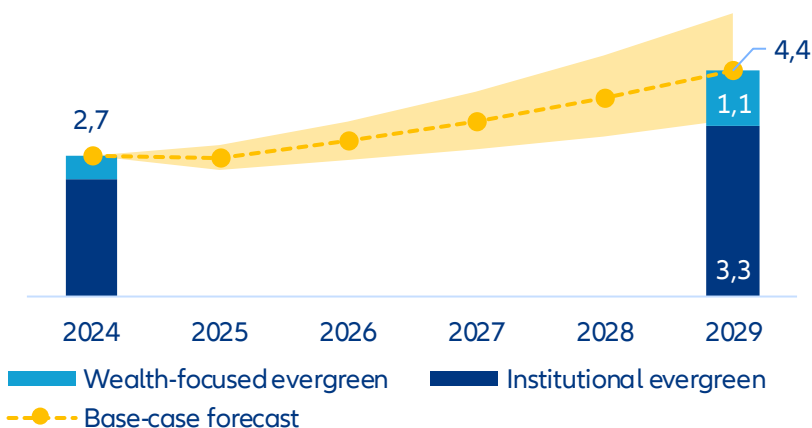
Figura 12: Asset del mercato pensionistico statunitense (in trilioni di USD)



Fonti: Investment Company Institute, *The US Retirement Market, Fourth Quarter 2024*, Allianz Research

**Evoluzione dei prodotti e insieme di opportunità. Il capitale fluirà lungo il percorso con minore resistenza operativa.** I CIT (fondi comuni fiduciari) stanno guadagnando terreno grazie alla loro flessibilità su liquidità e commissioni, alla facile integrazione nei sistemi di gestione dei piani e all'esenzione da alcuni requisiti informativi previsti dall'Investment Company Act. I fondi semi-liquidi regolati dal '40 Act (interval e tender-offer) fungono da canali secondari per piattaforme più piccole e orientate al retail, anche se le loro caratteristiche di liquidità trimestrale e strutture di costo più elevate possono limitarne la crescita iniziale. In entrambi i canali, i gestori stanno riprogettando l'economia dei fondi verso strutture evergreen con ribilanciamenti trimestrali o semestrali, per adattarsi ai flussi dei piani a contribuzione definita. Pitchbook stima che circa 2.700 miliardi di dollari siano oggi gestiti in veicoli a durata indefinita a livello globale, con una crescita prevista fino a 4.400 miliardi entro la fine del 2029 (Figura 13). Depositari, custodi e amministratori stanno investendo in capacità operative per supportare rimborsi parziali, il calcolo delle commissioni di performance e una rendicontazione standardizzata delle valutazioni giornaliere.

Figura 13: Stima di Pitchbook per le previsioni delle masse gestite (AUM) dei fondi evergreen (in trilioni di USD)



Fonte/i: Pitchbook, Allianz Research. Area geografica: globale.

*Nota: le previsioni sono state elaborate il 14 aprile 2025. "Institutional evergreen" include le masse gestite assicurative di Blackstone, KKR, Blue Owl Capital, The Carlyle Group, Ares Management, Apollo Global Management e Brookfield.*

**All'interno di opzioni predefinite diversificate, come i fondi target-date, si prevede che il private equity domini la componente di crescita per le coorti più giovani, principalmente attraverso fondi di fondi o secondaries, per ottenere diversificazione temporale (vintage) e ridurre il rischio di dispersione.** Il private credit è ben posizionato per stabilizzare il reddito delle coorti prossime alla pensione, con focus su prestiti senior garantiti, debito infrastrutturale e credito immobiliare core.

Gli asset reali (real estate core, infrastrutture equity) avranno un ruolo secondario come copertura contro l'inflazione e strumenti di diversificazione, supportati da pratiche di valutazione consolidate basate su perizie. Le allocazioni resteranno contenute rispetto agli asset liquidi, tipicamente limitate al 10-15% del fondo predefinito, per mantenere la conformità con i requisiti di liquidità giornaliera.

**Le principali preoccupazioni in questa fase sono il rischio fiduciario, la liquidità e la governance delle valutazioni.** L'esposizione fiduciaria secondo l'ERISA rimane concreta: i promotori devono giustificare l'inclusione dei mercati privati come prudente su base netta di commissioni, con una due diligence documentata e un monitoraggio continuo. Il disallineamento tra i flussi giornalieri dei partecipanti e gli investimenti sottostanti illiquidi richiede limiti rigidi, componenti liquide e procedure robuste di gestione delle richieste, e in condizioni di stress anche le restrizioni ai rimborsi possono essere messe alla prova. Una vulnerabilità correlata è la necessità di garantire equità di valutazione tra i partecipanti che effettuano operazioni, il che richiede cicli di valutazione indipendenti e coerenti, prezzi intermedi basati su modelli e trasparenza nelle verifiche. Le dipendenze operative, come la tenuta dei registri, il calcolo delle commissioni di performance e la comunicazione con i partecipanti, introducono un ulteriore livello di rischio esecutivo che deve essere gestito prima di un'implementazione su larga scala.

**Per gli investitori, questo cambiamento di policy crea un tema di riallocazione strutturale e duraturo su più anni, non un'opportunità di breve periodo.** Le strategie iniziali privilegeranno il private equity diversificato e il credito privato senior, che si adattano meglio ai criteri esistenti di liquidità e valutazione, mentre gli asset reali avranno un ruolo di supporto. Con la maturazione dei sistemi operativi e dei precedenti legali, le allocazioni dei piani pensionistici a contribuzione definita verso i mercati privati potrebbero passare da progetti pilota a componente strutturale dei portafogli pensionistici. La partecipazione iniziale dovrebbe portare capitale stabile e di lungo periodo ai gestori; gli investitori dovrebbero aspettarsi che i premi per il rischio, soprattutto nei segmenti orientati al rendimento, si riducano gradualmente man mano che il canale dei piani a contribuzione definita cresce.

## I rendimenti giustificano tutto questo entusiasmo?

**Capire se gli asset privati sovraperformano davvero è meno semplice di quanto suggeriscano i numeri di sintesi.** A prima vista, il quadro sembra convincente. Negli ultimi due decenni, i fondi di buyout hanno generato rendimenti annualizzati netti di circa il 12-14%, contro il 7-9% dei principali benchmark dei mercati pubblici come il Russell 3000<sup>1</sup>. Ma questo nasconde variazioni significative. Il private debt ha generato rendimenti stabili tra il medio e l'alto a una cifra, mentre il venture capital e il real estate sono stati più ciclici, con periodi di sottoperformance rispetto ai benchmark dei mercati pubblici.

**L'aggiustamento cruciale è la leva finanziaria, e questo cambia completamente il confronto.** I fondi di buyout operano tipicamente con un rapporto prestito/valore (loan-to-value) del 50-70% nella fase iniziale per amplificare i rendimenti del capitale proprio; i benchmark dei mercati pubblici invece non utilizzano leva. Una volta che i mercati pubblici vengono corretti per riflettere un rischio comparabile, il rendimento in eccesso si riduce drasticamente. Le simulazioni dal 2000 al 2024 mostrano che un'allocazione del 20% in buyout genera solo circa 64 punti base di rendimento annuo in eccesso rispetto a un benchmark senza leva, e praticamente nulla quando il benchmark viene levereggiato per essere comparabile. La maggior parte dell'apparente alpha si rivela quindi frutto di ingegneria finanziaria, non di reale abilità di investimento<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Preqin, Burgiss, Cambridge Associates long-term private equity performance vs public benchmarks.

<sup>2</sup> PitchBook (2025), Are Private Markets Worth It?

Tabella 2: Mercati privati vs mercati pubblici (confronto con leva, 2000–2024)

Asset Class	Portfolio Return	Benchmark (Unlevered)	Excess Return	Benchmark (Leveraged)	Excess Return (Leveraged)
Private Equity (Buyout)	7.54%	6.90%	0.64%	7.58%	-0.03%
Private Debt	7.37%	6.80%	0.57%	7.09%	0.29%
Venture Capital	5.71%	6.92%	-1.21%	,	Negative
Real Estate	6.89%	7.18%	-0.29%	,	Negative

Fonte: PitchBook simulations

**Il quadro che emerge è quello di opportunità condizionate, non di una sovraperformance strutturale.** I mercati privati possono generare rendimenti in eccesso, ma questi non sono né uniformi né garantiti. I risultati divergono sensibilmente tra le diverse classi di attivo. Il private debt si distingue come il contribuente più stabile, mantenendo rendimenti extra positivi anche su base corretta per la leva. Il vantaggio del buyout in gran parte scompare; venture capital e real estate tendono generalmente a sottoperformare.

I risultati dipendono dal ciclo, dal momento di ingresso e dalla coorte temporale di investimento, e gli anni successivi alla crisi mostrano una forte sensibilità ai cambiamenti di regime. L'idea di un premio di illiquidità stabile e persistente è quindi sopravvalutata; il vantaggio in termini di rendimento è più fragile e dipende dal contesto di quanto suggeriscono le brochure.

**La selezione dei gestori è tutto.** I mercati privati si caratterizzano meno per un premio di illiquidità e più per un premio legato alla dispersione dei risultati. Anche una capacità di selezione modesta, cioè una probabilità leggermente più alta di investire in fondi del quartile superiore, può aumentare il rendimento complessivo del portafoglio di 20-60 punti base all'anno, che corrispondono a circa 100-300 punti base di alpha all'interno della sola componente privata. L'effetto è maggiore nei fondi di buyout e nel venture capital, dove la dispersione è più ampia, e minore nel private debt, dove i risultati sono più concentrati. I rischi di una scelta sbagliata ricadono sia sugli investitori diretti sia su quelli indiretti, soprattutto su chi investe su larga scala. I mercati privati premiano molto di più l'accesso, la disciplina e la capacità di valutazione degli investimenti rispetto a una semplice esposizione passiva.

Tabella 3: Impatto della capacità di selezione dei gestori (alpha medio annualizzato per strategia)

Asset Class	Underperformer Avoidance	Moderate Skill	High Skill
Private Equity (Buyout)	0.41%	0.35%	0.64%
Venture Capital	0.38%	0.32%	0.61%
Private Debt	0.25%	0.21%	0.38%
Real Estate	0.32%	0.28%	0.47%

Fonti: PitchBook simulations

## Gli investitori retail ricevono un prodotto di seconda scelta?

**Tre fattori strutturali mettono i veicoli retail in condizioni meno favorevoli rispetto a quelli istituzionali.** Commissioni più elevate erodono il premio di rendimento; gli investitori retail rischiano di ricevere asset sottostanti di qualità inferiore e, in una classe di attivi in cui il divario tra i migliori e i peggiori è insolitamente ampio, non possono realmente scegliere i gestori. I tre svantaggi si sommano, riducendo i rendimenti netti.

**L'accesso retail comporta commissioni stratificate che intaccano il premio di rendimento.** I fondi istituzionali con richiamo di capitale applicano generalmente commissioni dell'1,5-2% sul capitale impegnato più una commissione di performance del 20% sopra una soglia dell'8%, e i maggiori investitori istituzionali negoziano al ribasso all'interno di questi intervalli, con una dispersione interna delle commissioni di gestione di circa 90 punti base. I veicoli wealth e retail aggiungono ulteriori livelli di costo, legati alla distribuzione del prodotto verso un pubblico più ampio: commissioni di collocamento sulle piattaforme di distribuzione, parcelle di consulenza e una commissione di

gestione sul fondo feeder, oltre a quelle già previste dal fondo sottostante (Tabella 4). Nel complesso, il divario tra accesso retail e istituzionale supera spesso i 200 punti base annui, abbastanza, nel corso di un decennio, da erodere una quota significativa del premio per illiquidità che inizialmente giustificava questa classe di attivi per gli investitori istituzionali.

Tabella 4: Stratificazione delle commissioni nei canali wealth

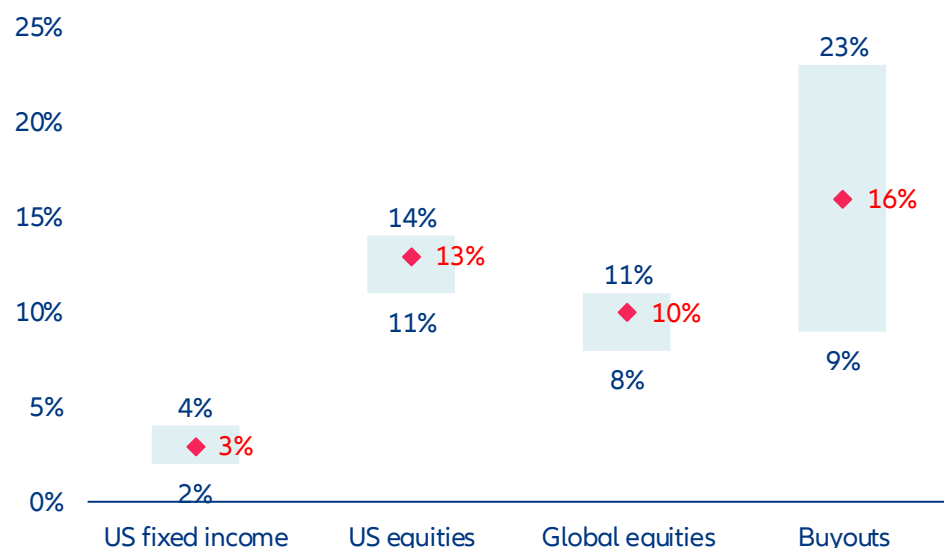
Fee type	Recipient	Purpose	Typical range	Notes
<b>Servicing fees</b>	Adviser (sometimes shared with brokerage)	Annual compensation for account management and client servicing	0.25% - 0.85% per year of client investment	Brokerage houses sometimes take a cut
<b>Placement fees</b>	Brokerage	One-time fee for offering the fund on the brokerage platform	Up to 0.5% of initial investment	Some funds cap combined servicing + placement at 0.85%
<b>Brokerage commissions</b>	Brokerage	Front-end commission charged at the point of sale	~2% on average (up to 3.5%)	Advisers have discretion to waive
<b>Independent adviser fees</b>	Independent adviser	Flat advisory fee on overall client assets	Variable (typically % of AUM)	Generally do not charge commissions or significant placement fees

Fonti: FT, Allianz Research

Note: queste commissioni si aggiungono a quelle già previste dal fondo di private capital sottostante, ovvero una commissione di gestione (tipicamente tra l'1,5% e il 2% delle masse gestite) e una commissione di performance (di norma il 20% dei profitti oltre una soglia dell'8%).

**Il terzo svantaggio è l'impossibilità di scegliere.** La selezione del gestore è probabilmente il principale fattore che determina i rendimenti nei mercati privati; il divario tra i gestori di private equity nel quartile superiore e quelli nel quartile inferiore è di circa 1.400 punti base, contro circa 300 punti base nelle azioni quotate. Per le istituzioni, questa dispersione rappresenta un'opportunità. Per gli investitori retail, è un rischio. I partecipanti di massa in piani pensionistici a contribuzione definita, prodotti assicurativi e prodotti standard di piattaforma non scelgono affatto i gestori; lo fanno gli intermediari, sulla base dei propri incentivi, inclusi accordi di condivisione delle commissioni e relazioni di distribuzione, che possono favorire i gestori disponibili rispetto a quelli più adatti (Figura 13).

Figura 14: La dispersione dei rendimenti è particolarmente ampia per i fondi di buyout.



Fonti: KKR, eVestment Alliance, Preqin, Allianz Research

Note: le barre mostrano gli IRR (tassi di rendimento interno) netti medi; le linee indicano le soglie del primo e del terzo quartile. Periodo di 15 anni fino al 31 dicembre 2024. Le azioni statunitensi includono indici a grande e piccola capitalizzazione.

**I tre svantaggi sopra menzionati sono interconnessi e hanno un effetto cumulativo.** Per ottenere gli stessi rendimenti delle istituzioni, gli investitori retail devono essere disposti a pagare commissioni più elevate. Asset sottostanti di qualità inferiore possono incidere negativamente sul rendimento lordo ottenuto. L'impossibilità di selezionare gestori nel quartile superiore mantiene il risultato medio degli investitori retail più vicino alla parte bassa della distribuzione che a quella alta. Quando questi effetti si sommano, l'esperienza media degli investitori

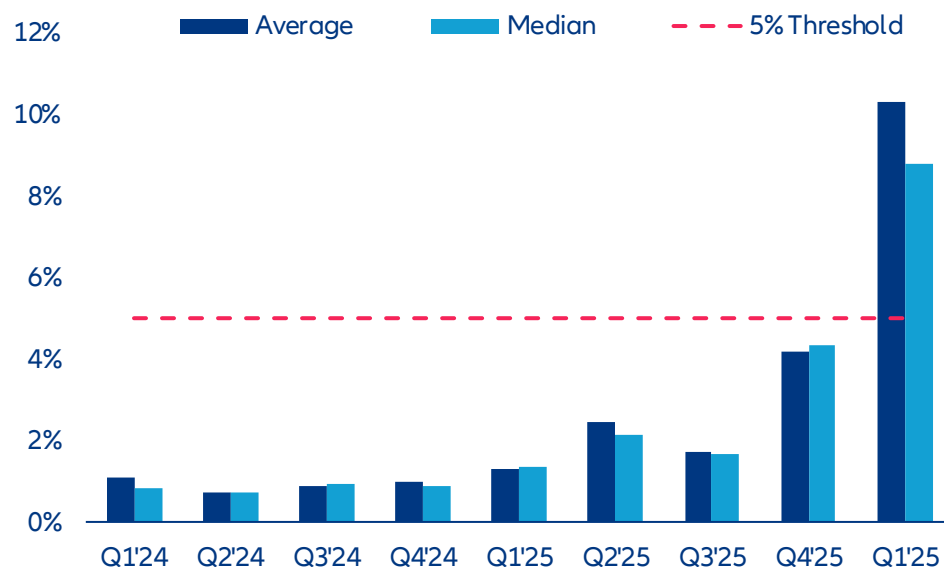
retail in un prodotto tipico dei mercati privati può generare un rendimento netto significativamente inferiore rispetto a quello di un investitore istituzionale nella stessa classe di attivo, anche se entrambi investono nominalmente nei mercati privati. Il divario dipende dalla struttura del prodotto, e veicoli retail ben progettati possono ridurlo in parte.

**La narrativa della democratizzazione, quindi, presenta un'importante precisazione.** Gli investitori retail stanno effettivamente ottenendo accesso ad asset che in passato erano fuori portata, ma le condizioni di tale accesso possono comprimere il premio di rendimento che giustifica questa classe di attivo. Che il passaggio dai mercati pubblici a quelli privati risulti conveniente su base rischio-rendimento dipende da diversi fattori: il prodotto specifico, la qualità del gestore, la struttura delle commissioni e la capacità dell'investitore o del consulente di distinguere tra veicoli retail ben progettati e quelli che funzionano meno bene al di fuori del contesto istituzionale per cui sono stati originariamente concepiti.

## La promessa del "semi-liquido" è un'illusione?

**Un settore costruito sul bloccare il capitale ora vende prodotti che promettono di renderlo disponibile.** Gli investitori retail hanno esigenze di liquidità meno prevedibili rispetto alle istituzioni, e i prodotti semi-liquidi cercano di colmare questo divario con finestre di rimborso trimestrali. Il ponte è stretto. I prelievi sono consentiti solo in date prestabilite e dopo un periodo minimo di detenzione. Se le richieste complessive superano una soglia prefissata, tipicamente il 5% del valore patrimoniale netto (NAV), il gestore può imporre dei limiti e soddisfare solo in parte le richieste, lasciando gli investitori vincolati più a lungo di quanto si aspettassero (Figura 15).

Figura 15: La pressione sui rimborsi sta aumentando per i BDC non quotati



Fonti: SEC filings, Allianz Research

Nota: i dati rappresentano i tassi medi e mediani di richieste di rimborso per gli otto maggiori BDC non quotati

**La disclosure non ha sempre tenuto il passo con la complessità dei prodotti.** Gli evergreen semi-liquidi sono tipicamente presentati come un accesso a strategie precedentemente esclusive, con la comodità aggiuntiva di rimborsi periodici. I meccanismi di gating e i termini di liquidità condizionata sono presenti nella documentazione del fondo, ma ricevono meno visibilità nei materiali di marketing rispetto alle caratteristiche principali. Il divario tra il comportamento del prodotto in mercati tranquilli e quello in condizioni di stress emerge quindi solo quando la pressione sui rimborsi aumenta, spesso davanti a investitori che non avevano pienamente assimilato i dettagli meno evidenti.

**Il problema di fondo è che la domanda di liquidità raggiunge il picco proprio quando l'offerta è più scarsa.** I meccanismi semi-liquidi funzionano in modo fluido nei mercati normali. Nei periodi di stress di mercato, tensioni di liquidità o ampi ribilanciamenti di portafoglio, proprio quando gli investitori desiderano maggiormente riavere il proprio capitale, i gestori trovano più difficile fornirlo. I gating evitano una dinamica simile a una corsa agli sportelli

che costringerebbe a vendite forzate e a esiti peggiori per tutti, ma allo stesso tempo bloccano gli investitori nel momento peggiore possibile. Gli investitori retail che si aspettano accesso al proprio capitale possono scoprire che tale accesso dipende dalle stesse condizioni di mercato che li hanno spinti a richiederlo.

**Una volta che la pressione sui rimborsi aumenta, le dinamiche diventano auto-rinforzanti.** Le prime richieste fanno notizia, spingendo ulteriori riscatti da parte di investitori preoccupati. Il gating funziona come freno, ma il suo stesso utilizzo può essere interpretato come un segnale di difficoltà, accelerando la successiva ondata. Se i gating persistono per più trimestri, i gestori subiscono pressioni a vendere asset o a utilizzare linee di sottoscrizione, generando perdite per chi resta e confermando i timori che avevano innescato i riscatti. Le turbolenze nei BDC non quotati si sono sviluppate esattamente in questo modo: i rimborsi sono aumentati, gli sponsor hanno attivato limiti, questi limiti hanno generato ulteriori richieste e il gating si è diffuso in tutta la categoria.

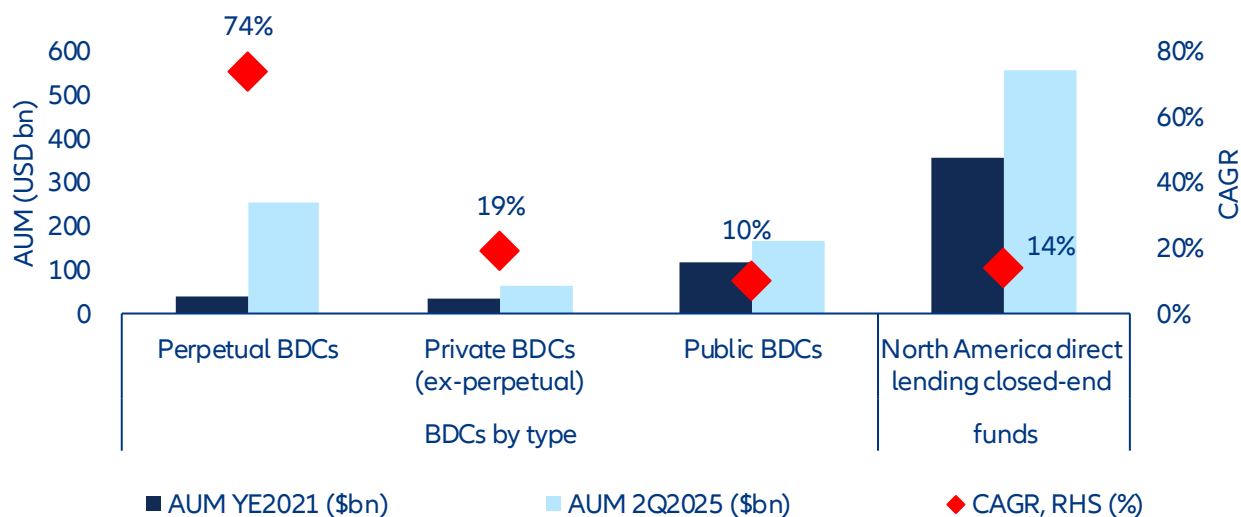
**La promessa della semi-liquidità non è un'illusione; è condizionata.** Nei mercati normali, i gating raramente si attivano e i rimborsi vengono gestiti senza problemi. I meccanismi funzionano come previsto. Tuttavia, il caso della democratizzazione dipende dalla capacità di queste strutture di reggere nel tempo. L'evoluzione dell'episodio dei BDC rappresenta il primo vero stress test su larga scala e un monito per l'intero settore.

## Box 2. Il momento della verità per i BDC privati. Una prova di validità per il private credit retail o la dimostrazione dei suoi limiti?

Il settore delle Business Development Company (BDC) è cresciuto da 190 miliardi di USD nel 2021 a oltre 500 miliardi di USD a metà 2025, trainato dal ritiro delle banche dopo la crisi, dal reddito a tasso variabile e dalla spinta a portare il private credit agli investitori retail e del canale wealth (Figura 16). Il primo trimestre del 2026 ha rappresentato il primo vero banco di prova di questa espansione.

**Il risultato non è stata la crisi creditizia diffusa che alcuni temevano.** È stato qualcosa di più significativo. Strutture progettate per capitale istituzionale a bassa rotazione hanno ceduto quando gli investitori retail hanno raggiunto i propri limiti, si sono trovati di fronte a valutazioni in ritardo e hanno incontrato una liquidità limitata in veicoli i cui portafogli dichiarati apparivano solidi. Questo non è indice di un fallimento del private credit; è un promemoria che la progettazione del prodotto, l'architettura delle valutazioni e la base degli investitori contano quanto la qualità del credito sottostante. Qualsiasi veicolo di democratizzazione costruito su liquidità periodica, valutazioni determinate dal gestore e asset illiquidi presenterà una qualche versione dello stesso rischio.

Figura 16. I BDC perpetui hanno registrato una crescita significativa degli asset in gestione (AUM)



Fonte Cliffwater Direct Lending Index, Preqin. As of Q2 2025

**I BDC perpetui non quotati presentano una sfida strutturale persistente.** Nel Q1 2026, il veicolo tecnologico di Blue Owl ha ricevuto richieste di rimborso pari al 40,7% delle quote a fronte di un limite trimestrale del 5%, anche se

i crediti in sofferenza dichiarati erano solo lo 0,6%. Questo divario è rilevante perché la liquidità trimestrale si basa su prestiti illiquidi valorizzati dal gestore, creando un incentivo per gli investitori a riscattare prima che future rettifiche di valore assorbano le perdite. L'implicazione è duratura: anche se questa coda si esaurisse, la struttura rimane vulnerabile ogni volta che la fiducia nel NAV dichiarato si indebolisce.

**Gli investitori devono sapere che reddito riportato e qualità del credito possono divergere più a lungo di quanto si pensi.** Nel Q4 2025, la quota di prestiti di private credit classificati come bad PIK ha raggiunto il 6,4%, rispetto a tassi di non-accrual intorno al 2%; Lincoln ha stimato un tasso di default "ombra" vicino al 6%. Il meccanismo è semplice: il reddito non monetario mantiene l'apparenza degli utili mentre lo stress dei debitori viene rinvio, non risolto. Di conseguenza, copertura dei dividendi, stabilità del NAV e qualità percepita del team di gestione possono apparire più solidi di quanto siano realmente fino a quando non si verifica l'evento di riconoscimento delle perdite.

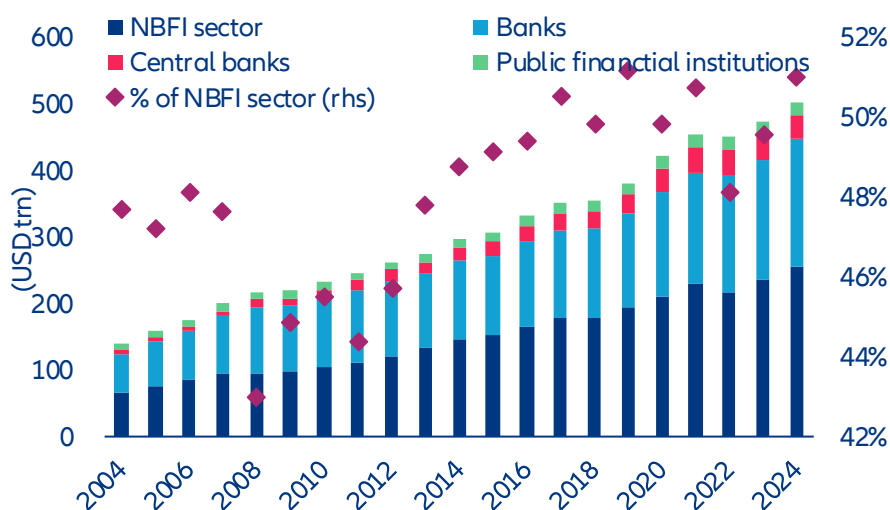
**Il problema non riguarda solo le perdite di credito, ma la scoperta ritardata dei prezzi.** Il taglio del NAV di circa il 19% di BlackRock TCP Capital alla fine del 2025 ha mostrato che prestiti precedentemente valutati vicino al valore nominale possono essere rapidamente svalutati una volta riconosciute le debolezze sottostanti. Questo crea un circolo vizioso: valutazioni stale riducono la volatilità osservata ma aumentano l'incentivo a uscire prima della rivalutazione. È quindi probabile che futuri episodi di stress si manifestino inizialmente come pressione sui rimborsi e solo successivamente come deterioramento creditizio formale.

**L'episodio del 2026 indica una vulnerabilità strutturale, non un semplice errore di un singolo gestore.** Secondo Fitch, i BDC non quotati sono entrati in questa fase con una leva inferiore rispetto ai loro equivalenti quotati, eppure le richieste di rimborso per i principali veicoli hanno raggiunto in media il 12,1% nel Q1 2026. Il quadro suggerisce che la pressione deriva tanto dalla distribuzione e dal design del prodotto quanto da bilanci deboli. L'implicazione per la democratizzazione è chiara: l'espansione del private credit retail richiederà una riprogettazione delle strutture, non solo marketing più efficace o una selezione più rigorosa dei gestori.

## Un nuovo vettore di rischio sistemico?

**Già prima dell'ingresso del capitale retail, i mercati privati introducono diversi rischi sistemici nel sistema finanziario.** Partiamo dalle banche. A fine 2024, il settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria (NBFI) deteneva il 51% degli asset finanziari globali (Figura 17) e i legami si sono rafforzati: l'esposizione creditizia delle banche verso i fondi di private credit da sola è stimata tra 270 e 500 miliardi di USD. Nei momenti di stress, i fondi privati tendono a utilizzare le linee di credito impegnate proprio quando le banche stanno assorbendo volatilità di mercato e un aumento delle perdite su prestiti. Questi utilizzi trasformano esposizioni precedentemente fuori bilancio in esposizioni a bilancio per le banche, aumentando i requisiti di capitale nel momento peggiore possibile.

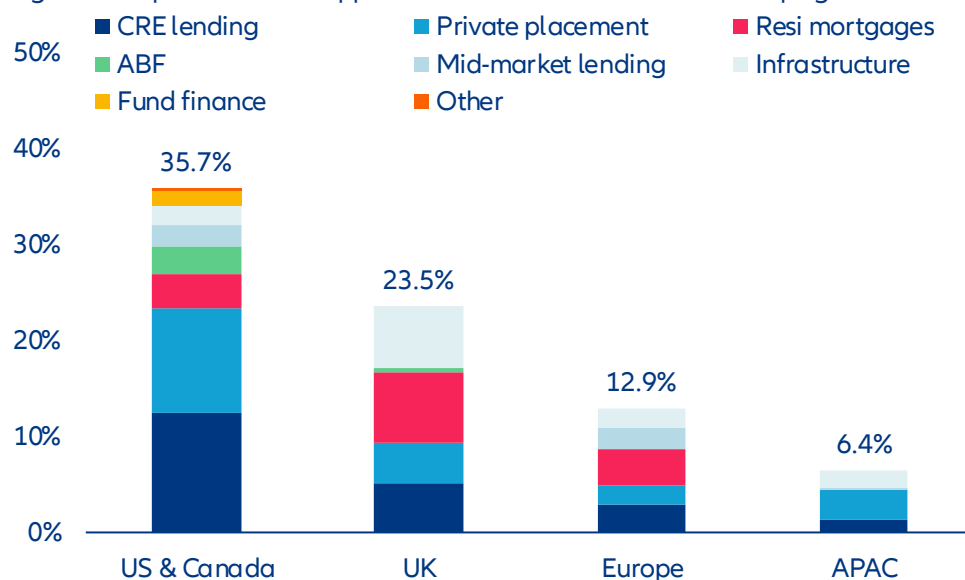
Figura 17: Il settore NBFI è cresciuto fino a rappresentare il 51% degli asset finanziari globali, rafforzando i legami con il sistema bancario



Fonti: FSB, Allianz Research

**All'interno del settore vita, i regolatori hanno evidenziato una preoccupazione più specifica: la crescita delle compagnie assicurative sostenute dal private equity.** Il capitale privato controlla oggi circa 700 miliardi di USD di asset delle assicurazioni vita negli Stati Uniti e la quota di mercato degli assicuratori supportati da fondi PE è salita dall'1% nel 2012 al 13% nel 2023. Questi operatori hanno guidato un più ampio spostamento verso il credito privato e strutturato, che oggi rappresenta il 36% dei bilanci delle compagnie vita nordamericane (Figura 18). Il FMI e l'IAIS osservano che questo segmento del settore tende a operare con buffer di liquidità più ridotti e posizioni più ampie in credito illiquido rispetto alle compagnie vita tradizionali regolamentate in modo prudenziale. Una situazione di stress in un assicuratore sostenuto da PE può quindi generare vendite di asset pro-cicliche, come mostrato dal collasso nel 2023 di Eurovita in Italia. L'episodio ricorda che il valore dell'esposizione retail ai mercati privati dipende tanto dalla qualità della struttura quanto dalla qualità degli asset e che non tutti i bilanci delle compagnie vita sono costruiti allo stesso modo.

Figura 18: Il private credit rappresenta il 36% dei bilanci delle compagnie di assicurazione vita nordamericane



Fonti: Moody's, Allianz Research

**La democratizzazione amplia questi canali orientandoli verso una base di investitori più reattiva.** Il capitale istituzionale che ha sostenuto tre decenni di crescita era caratterizzato da orizzonti di lungo periodo, vincoli contrattuali e strutture di governance capaci di resistere alle pressioni di liquidità a breve termine. Il capitale retail tende invece a entrare nei momenti di picco e a uscire nelle fasi di stress, spesso sulla base degli stessi segnali che guidano la volatilità più ampia: notizie, ribassi azionari, shock occupazionali. Con l'aumento della quota retail negli

AUM dei mercati privati, ciascun canale esistente si amplia e l'investitore marginale diventa più nervoso. La classe di attivo potrebbe passare dall'assorbire lo stress di mercato all'amplificarlo.

**La democratizzazione introduce anche nuovi rischi.** Il disallineamento tra rimborsi trimestrali e asset con durata decennale riattiva dinamiche di corsa ai riscatti che il settore aveva eliminato con la progettazione dei prodotti. I fondi istituzionali tradizionali operano con capitale chiuso e impegni pluriennali, che contengono la pressione di rimborso: anche se alcuni fondi subiscono perdite rilevanti, il capitale resta vincolato e gli investitori sofisticati assorbono l'impatto senza generare uno shock di fiducia più ampio. Questo meccanismo si indebolisce significativamente quando la base di investitori diventa retail. I diritti di rimborso trimestrali su asset strutturalmente illiquidi reintroducono la trasformazione delle scadenze che le strutture chiuse avevano eliminato. I meccanismi di gating possono in teoria prevenire una dinamica simile a una corsa agli sportelli, ma i canali utilizzati dai fondi per generare liquidità – linee di credito e nuove erogazioni di prestiti – sono direttamente collegati alle banche e ai mercati del credito. Se la pressione sui rimborsi persiste per più trimestri, non si possono escludere vendite forzate a prezzi depressi.

**Il contagio nelle valutazioni si amplifica con la presenza del capitale retail.** Gli asset privati sono valutati dal management, non dal mercato, e i valori patrimoniali netti (NAV) possono riflettere la realtà con diversi trimestri di ritardo. Quando un veicolo quotato che detiene prestiti di private credit simili tratta a un forte sconto rispetto al NAV dichiarato, il mercato sta segnalando sfiducia nelle valutazioni. Questa sfiducia raramente resta isolata: può spingere gli LP a riconsiderare i propri impegni, i finanziatori a irrigidire le condizioni sulle garanzie e i fornitori a ritirare le linee di sottoscrizione. Gli investitori retail, che non sempre distinguono tra valutazioni accurate e non, tendono a riscattare indiscriminatamente quando la fiducia viene meno. Gli incentivi nei fondi orientati al retail possono inoltre favorire percorsi di NAV più stabili e ottimistici, poiché valutazioni stabili sostengono sia la continuità delle commissioni sia la credibilità del meccanismo di rimborso. In assenza di una governance rigorosa, questo può generare cicli di ottimismo che si correggono bruscamente quando messi alla prova.

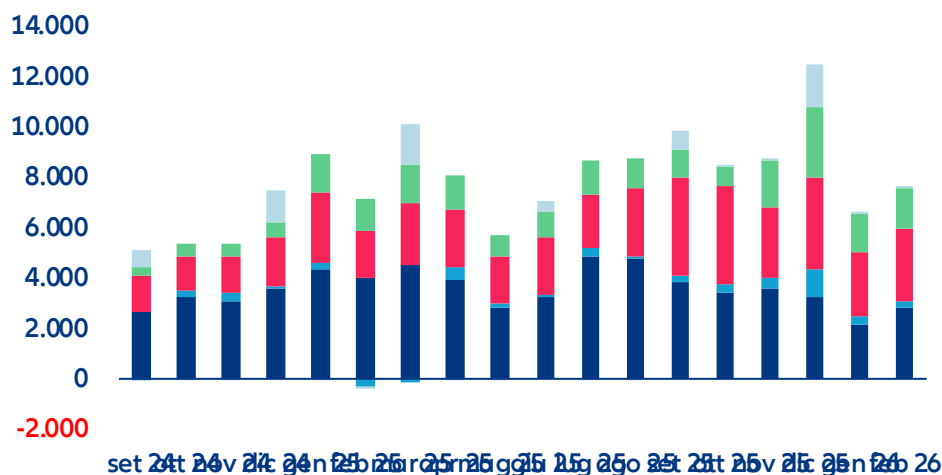
**La concentrazione tra pochi grandi gestori può trasformare uno stress a livello di singola società in un contagio di mercato.** Sei operatori controllano oggi quasi la metà del mercato delle alternative retail e i singoli veicoli più grandi superano i 100 miliardi di USD di asset. I GP più aggressivi nella raccolta retail gestiscono anche molteplici strutture semi-liquide su diverse categorie di prodotto. Lo stress su un prodotto di un grande gestore può quindi propagarsi rapidamente tra veicoli correlati gestiti dalla stessa società e nell'intero universo delle alternative retail, dove una quota così ampia degli asset è concentrata in poche entità.

## Cosa succede dopo?

**La democratizzazione ha incontrato il suo primo ostacolo significativo. I flussi verso i prodotti wealth presso i principali gestori alternativi quotati sono diminuiti nettamente rispetto al picco di dicembre 2025 (Figura 19).** Le vendite di BDC sono scese di circa il 40% su base annua all'inizio del 2026 e sono stati attivati i limiti di rimborso in diversi veicoli non quotati di grandi dimensioni. In un solo anno, la narrativa è passata da "motori di crescita" a "disciplina e selettività".

Figura 19: I flussi verso i prodotti wealth si sono ridotti rispetto al picco di dicembre 2025

■ Credit ■ Real Estate ■ Private Equity ■ Infrastructure ■ Multi-Strat & Other



Fonti: JP Morgan, Allianz Research

**Questo appare come uno stress test, non un cambiamento strutturale.** L'episodio dei BDC ha messo in luce vulnerabilità reali nella progettazione dei prodotti semi-liquidi, e il rallentamento della raccolta riflette vincoli sulle uscite che durano da più anni e una sovra-allocazione degli investitori. L'impalcatura normativa costruita negli ultimi tre anni – la regola di safe harbor del DOL, ELTIF 2.0 e l'idoneità LTAF per gli ISA – è ormai definita ed è improbabile che venga smantellata, poiché le pressioni che l'hanno determinata – gap nella previdenza, fabbisogni di finanziamento delle infrastrutture e ricerca di opportunità di investimento più ampie – restano irrisolte.

**La prossima fase sarà di ricalibrazione.** I prodotti stanno evolvendo in tre direzioni evidenti. Primo, buffer più ampi di asset liquidi all'interno di strutture semi-liquide, con alcuni nuovi lanci che detengono tra il 25% e il 40% in titoli pubblici per sostenere i rimborsi. Secondo, meccanismi di gating più restrittivi, periodi di preavviso più lunghi, limiti trimestrali più bassi e maggiore trasparenza sulle restrizioni al momento della vendita. Terzo, una migrazione verso classi di attivo più adatte ai profili di liquidità del retail.

**L'esito strutturale più probabile è il consolidamento.** I mega-GP sono ben posizionati per beneficiare dell'ondata di capitale retail; i gestori più piccoli, senza scala distributiva, riconoscibilità del brand o capacità operativa per gestire strutture semi-liquide, avranno difficoltà a competere per i flussi retail. La prevista parità tra raccolta retail e istituzionale entro il 2030 è quindi destinata a coincidere con una forte concentrazione degli asset in gestione presso pochi grandi operatori, accentuando il rischio di concentrazione già evidenziato.

**Finora il contesto normativo è stato favorevole, ma le turbolenze dei BDC probabilmente innescheranno una nuova fase di controllo.** L'aggiunta di liquidità ha riportato in primo piano preoccupazioni che le strutture chiuse avevano in precedenza evitato. I lock-in eliminavano il rischio "simile ai depositi" impedendo agli investitori di ritirare capitale su richiesta, limitando così i canali di trasmissione dello stress dei fondi. Le strutture aperte reintroducono il disallineamento tra durata degli attivi e delle passività e spostano la base di investitori verso partecipanti meno sofisticati e più sensibili alla volatilità dei mercati. Mentre i fondi dei mercati privati entrano in ambiti un tempo dominati dal credito bancario, i regolatori si trovano davanti a un dilemma noto: la stessa trasformazione delle scadenze che ha giustificato le riforme post-2008 viene ricreata al di fuori del perimetro di regolamentazione bancaria, e oggi viene offerta agli investitori retail.

**Gli stessi regolatori sono divisi.** La SEC ha esplicitamente respinto l'idea che il private credit rappresenti una minaccia sistemica, dando priorità alla formazione di capitale. Il FMI, la Bank of England e l'IAIS hanno una visione diversa, segnalando interconnessioni, opacità nelle valutazioni e la presenza di investitori meno sofisticati. Il disaccordo riguarda essenzialmente quanto peso attribuire a rischi estremi che non si sono ancora concretizzati.

**Quattro sviluppi definiranno i prossimi 12-24 mesi.** La norma di safe harbor del DOL per le alternative nei piani 401(k), in consultazione pubblica fino a metà 2026, stabilirà se i datori di lavoro avranno la certezza legale per

offrire alternative in modo ampio nei piani a contribuzione definita. Anderson v. Intel, davanti alla Corte Suprema degli Stati Uniti nel termine autunnale 2026, determinerà se le cause per violazione fiduciaria ERISA richiedono “benchmark significativi”, con implicazioni dirette sul rischio legale per i datori di lavoro. ELTIF 2.0 affronterà il suo primo vero stress test con il moltiplicarsi dei lanci semi-liquidi e l’espansione della distribuzione in tutta l’UE. E gli eventi di gating dei BDC di inizio 2026 definiranno il tono della protezione degli investitori retail per anni, a seconda che la SEC o FINRA avvino azioni formali sull’informativa al momento della vendita.

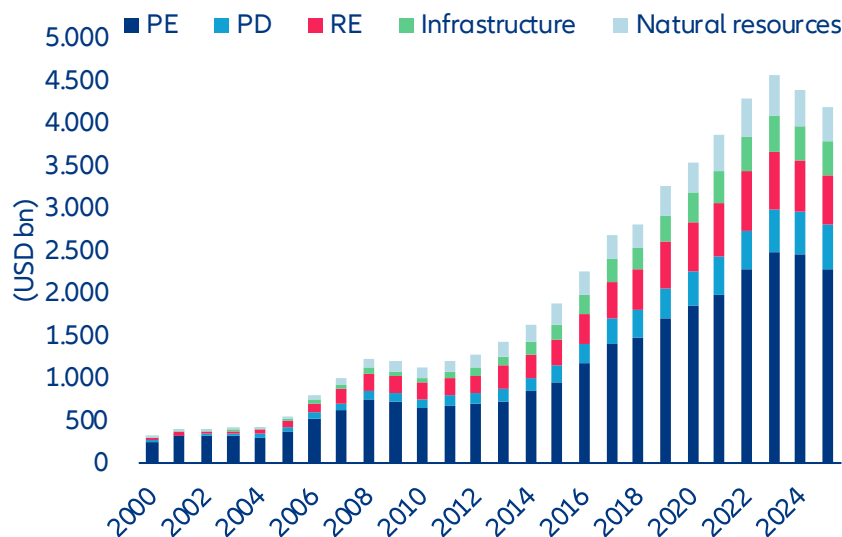
**Qualunque sia la forma, la risposta normativa aumenterà costi e complessità.** L’episodio dei BDC ha già spinto la SEC a rafforzare la supervisione su come i BDC valutano asset illiquidi in mercati in calo. Nuove regole di disclosure, limiti alla leva finanziaria, restrizioni sul marketing rivolto al retail e buffer di liquidità obbligatori sono tutti sul tavolo nelle principali giurisdizioni. Ognuno di questi interventi risponde a un problema reale; ciascuno aggiunge un onere operativo per i GP, costi che verranno trasferiti agli LP e ridurranno i rendimenti netti che giustificavano la classe di attivo in primo luogo. La preoccupazione più profonda è che la regolamentazione arrivi dopo perdite per il retail, erodendo quattro decenni di vantaggio strutturale.

## Cosa significa questo per gli investitori?

**Non tutti i veicoli retail nei mercati privati sono costruiti allo stesso modo, e la distanza tra prodotti ben progettati e prodotti mal progettati è destinata ad aumentare con la crescita del canale. Quattro elementi li distinguono.** Il primo è l’architettura della liquidità: adeguati buffer di asset pubblici, soglie di limitazione prudenti e finestre di rimborso calibrate sull’asset sottostante, piuttosto che sul canale distributivo. Il secondo è una chiara separazione tra pool retail e istituzionali, in modo da evitare conflitti di allocazione e sussidi incrociati. Il terzo è la governance delle valutazioni: prezzi indipendenti, revisioni esterne regolari e trasparenza sulla metodologia del NAV. Il quarto è la capacità di selezione dei gestori, sia a livello di GP sia, dove la struttura lo consente, a livello di asset sottostanti. Investitori e consulenti dovranno sempre più andare oltre il brand e la strategia di facciata per valutare queste caratteristiche di progettazione. Per il settore, l’opportunità è costruire prodotti retail che siano davvero istituzionali nella disciplina, e non istituzionali solo nel marketing.

**Se il capitale retail arriva su larga scala, il premio per l’illiquidità è destinato a comprimersi.** Una partecipazione più ampia eroderà le condizioni che storicamente sostenevano la sovraperformance dei mercati privati, con più capitale a inseguire un insieme di opportunità già sempre più competitivo. La pressione è già evidente: i gestori detengono oltre 4 trilioni di USD di dry powder (Figura 20) da investire in un contesto di uscite limitate e forte competizione per operazioni di qualità. Le istituzioni hanno storicamente catturato il premio per l’illiquidità grazie a capitale paziente. Questo vantaggio si riduce man mano che il capitale retail entra su larga scala.

Figura 20: I gestori stanno seduti su 4 trilioni di USD di capitale non investito



Fonti: Preqin, Allianz Research

**Più in profondità, l'ascesa dei prodotti retail crea un conflitto strutturale di interesse nell'allocazione delle operazioni.** I GP devono ora distribuire un flusso limitato di operazioni tra prodotti con basi di investitori e profili di liquidità molto diversi. Questo complica la vita degli LP istituzionali, che perdono visibilità su come i loro interessi vengono tutelati, se gli asset vengono trasferiti tra veicoli a condizioni sfavorevoli e se le strategie originali vengono modificate per adattarsi alle esigenze di liquidità del retail.

**Se i GP danno priorità ai veicoli istituzionali, i rendimenti istituzionali non sono direttamente compromessi, ma emergono nuovi rischi.** I prodotti retail ricevono sistematicamente operazioni di secondo livello, mentre gli LP istituzionali continuano ad accedere alle transazioni più interessanti. Una possibilità più critica è che i veicoli retail finiscano per fungere da valvola di liquidità per la parte istituzionale, soprattutto in contesti di uscita difficili, con asset difficili da vendere trasferiti in prodotti evergreen retail. In queste operazioni il GP è contemporaneamente venditore, acquirente e agente di valutazione, una configurazione la cui integrità dipende da una disciplina nelle valutazioni difficile da mantenere quando la stessa entità opera su entrambi i lati.

**Se i GP allocano le operazioni su termini sostanzialmente equivalenti tra prodotti istituzionali e retail, la questione chiave è se il capitale retail e quello istituzionale siano effettivamente separati.** Nei veicoli pooled, il capitale retail confluisce direttamente negli stessi veicoli degli LP istituzionali, esponendo il capitale istituzionale al rischio di comportamenti retail più reattivi. Nella fase di investimento, i flussi retail tendono a raggiungere il picco quando le valutazioni sono elevate e la competizione sulle operazioni è più intensa, spingendo i GP a investire in transazioni che altrimenti verrebbero diluite nel tempo. Durante la fase di detenzione, la pressione di rimborso retail nei momenti di stress di mercato può forzare vendite premature a prezzi depressi, generandoperdite che il capitale istituzionale avrebbe potuto assorbire e recuperare nel tempo. Nella fase di distribuzione, la stessa pressione può interrompere il timing ordinato delle uscite su cui fanno affidamento gli LP istituzionali, con asset venduti in mercati deboli per soddisfare esigenze di liquidità retail invece di essere mantenuti fino alla finestra di uscita ottimale. In questo scenario, il premio di rendimento tipico del capitale paziente e vincolato viene eroso.

**Il corollario è che le società meglio posizionate nella prossima fase saranno quelle che combinano la capacità di underwriting istituzionale con prodotti progettati tenendo conto del retail: bilanci ampi in grado di sostenere riserve di liquidità senza diluire i rendimenti, integrazione tra assicurazione e gestione degli asset per mantenere disciplina nelle valutazioni e nella governance, e distribuzione capace di raggiungere i risparmiatori senza aggiungere costi inutili.** Per gli investitori retail con orizzonte lungo, le strutture che soddisfano questi criteri non sono una versione semplificata dei prodotti istituzionali. Sono invece un percorso verso diversificazione e rendimenti che i mercati pubblici, sempre più concentrati e correlati, non riescono più a offrire da soli.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.

