

IOCPPI

Il mercato del Private Credit: crisi o aggiustamento?

di Luca Pantaloni e Giampaolo Galli

30 luglio 2026

I dati disponibili a metà 2026 mostrano un mercato che ha dovuto fare i conti con la realtà. Quella che molti temevano fosse una bolla del Private Debt si è rivelata, alla luce delle informazioni oggi disponibili, soprattutto una correzione delle valutazioni concentrata nel settore del software. Nel frattempo, sono aumentate le differenze di rendimento tra le diverse operazioni e i finanziatori hanno adottato criteri molto più rigorosi nella scelta degli investimenti, dopo anni in cui la forte concorrenza li aveva spinti ad assumere rischi maggiori.

* * *

Nel 2026 l'attenzione degli investitori istituzionali è concentrata sulle valutazioni straordinarie della borsa americana. L'esplosione dell'interesse per l'Intelligenza Artificiale (AI) e la spinta dei grandi colossi tecnologici hanno guidato l'S&P 500 verso multipli di valutazione storicamente elevati. Le "Magnificent Seven" pesano ormai per circa un terzo dell'indice S&P 500, con le prime dieci società che arrivano a spiegare quasi il 40% della capitalizzazione e circa un terzo degli utili complessivi dell'indice. È una concentrazione che ha pochi precedenti storici recenti, paragonabile solo alla bolla tecnologica di fine anni '90.

Parallelamente al boom azionario, una seconda forza fondamentale ha trasformato la struttura dei mercati dei capitali: l'espansione del Private Debt. Nato come canale di finanziamento alternativo in seguito ai maggiori vincoli regolamentari imposti alle banche dopo la crisi del 2008, il mercato del Private Debt globale ha raggiunto una dimensione stimata tra i 2 e 3,5 trilioni di dollari.¹ Recentemente il mercato del Private Debt è stato investito da una sequenza di eventi poco rassicuranti: richieste di rimborso ai massimi in alcuni fondi semiliquidi ("evergreen"),² svalutazioni improvvise su singoli prestiti, il caso di due fallimenti eclatanti (First Brands e Tricolor) e dichiarazioni allarmate

¹ Vedi: *Moodys Private Credit Outlook 2026*, Alternative Credit Council, 2025.

² I fondi evergreen sono veicoli di investimento senza una scadenza predefinita. Le sottoscrizioni sono generalmente aperte in modo continuativo, mentre i rimborsi sono soggetti a finestre periodiche (es. trimestrali) e a "gate", ovvero limiti massimi alla quota di patrimonio rimborsabile in ciascuna finestra.

di alcuni tra i nomi più autorevoli di Wall Street. Jamie Dimon, CEO di JPMorgan, ha usato l'immagine degli scarafaggi: "Quando ne vedi uno, probabilmente ce ne sono altri", alimentando il timore di una bolla sistemica.

Ad un'analisi attenta, la recente pressione sul Private Debt non sembra una bolla sistemica, ma piuttosto un "reality check" concentrato in particolare su un segmento preciso, i prestiti diretti americani alle società di software, causato dalla combinazione tra *underwriting* aggressivo nel periodo post-Covid e la crisi, per molti versi sorprendente, dovuta all'intelligenza artificiale generativa che ha spiazzato le società che forniscono servizi di software. Altri segmenti dello stesso ecosistema di prestiti hanno mostrato una resilienza nettamente superiore: in particolare l'intero mercato europeo e i CLO (*Collateralized Loan Obligations*), ossia titoli obbligazionari emessi da una società veicolo che raggruppano un portafoglio di prestiti aziendali, solitamente a leva e non *investment grade*, suddivisi in varie tranches di rischio e rendimento.

Origine delle preoccupazioni

Le criticità odierne affondano le radici in scelte di portafoglio compiute tra il 2020 e il 2022. In quegli anni, con tassi vicini allo zero e una competizione fortissima tra gestori per investire il capitale raccolto in fondi sempre più grandi, il *Direct Lending* americano ha costruito un'esposizione importante verso società software e SaaS (*Software-as-a-Service*): aziende con pochi assets, a crescita rapida, con ricavi ricorrenti e multipli di EBITDA elevati, che apparivano, a torto o a ragione, come debitori a basso rischio.

I numeri restituiscono la dimensione del fenomeno (Figg. 1a; 1b; 1c). Secondo la *Bank for International Settlements* (BIS), i prestiti diretti a società SaaS sono passati da circa 8 miliardi di dollari nel 2015 a oltre 500 miliardi di dollari a fine 2025, arrivando a rappresentare il 19% del totale dei prestiti diretti in essere.³ Le *Business Development Company* (BDC), che secondo la BIS originano circa un quinto di tutti i prestiti diretti USA e sono quindi un buon proxy dell'intero mercato, avevano destinato oltre il 15% dei propri impieghi al settore SaaS nel 2025. Un'analisi più granulare sulle prime dieci BDC quotate ha stimato che il software, considerando anche le esposizioni indirette, arriva a pesare per il 25% del fair value dei portafogli ("Peek under the Hood").⁴

³ Vedi: *BIS Quarterly Review*, marzo 2026.

⁴ Vedi: PitchBook LCD, 2026.

Fig. 1a: Prestiti in essere alle società SaaS

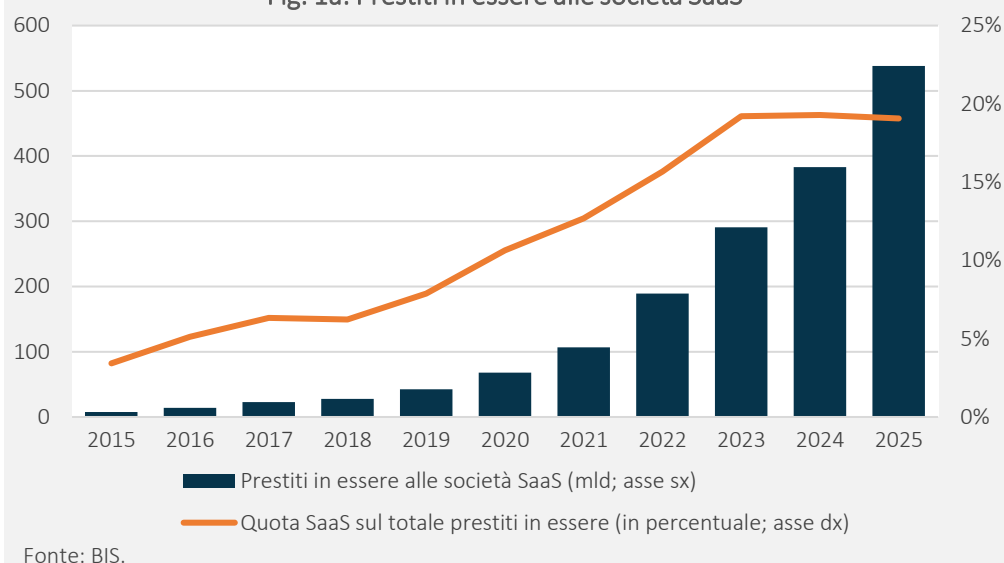


Fig. 1b: I titoli delle società software e delle BDC sono diminuiti contemporaneamente (ottobre 2025=100)

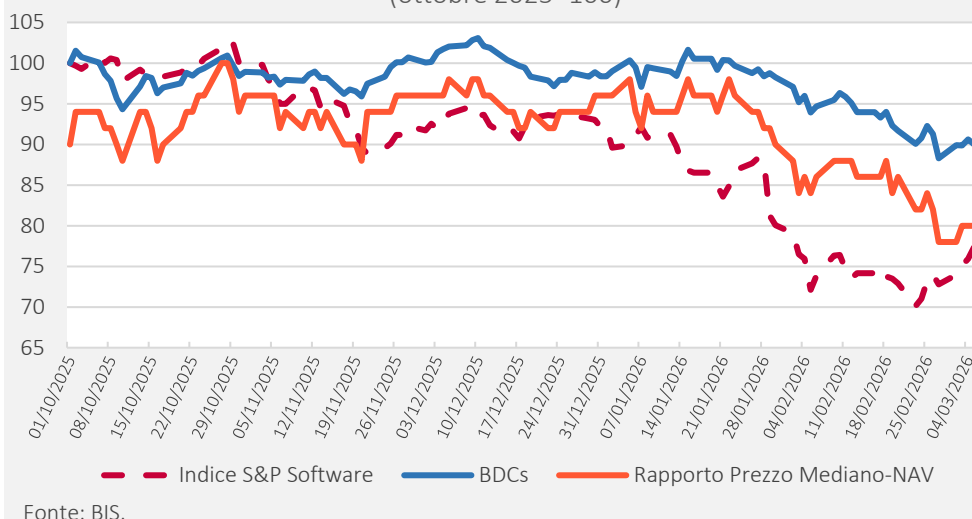
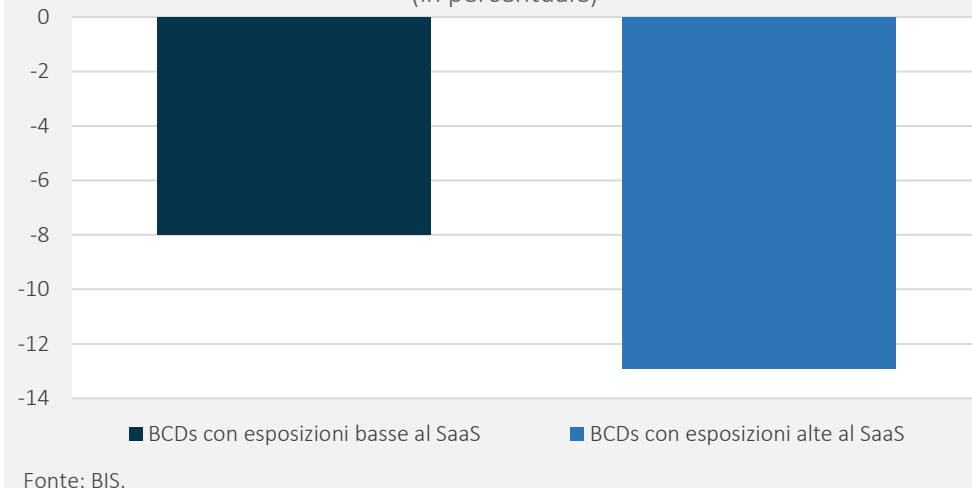


Fig. 1c: Variazione di prezzo BCDs in funzione dell'esposizione al SaaS (in percentuale)



In questo contesto, la crescita rapida dei modelli di intelligenza artificiale generativa a partire dal 2023-2024 ha rappresentato uno shock esogeno non pienamente previsto e dunque non pienamente incorporato nei prezzi al momento dell'underwriting originario. Alcune categorie di software, in particolare applicazioni verticali facilmente replicabili da agenti AI o soluzioni il cui valore principale era l'automazione di processi oggi eseguibili da modelli AI, hanno visto mettere in discussione le proprie prospettive di crescita, con inevitabili ricadute sulle valutazioni dei prestiti sottostanti. KBRA (un'agenzia di rating del merito di credito, nata nel 2010), in un approfondimento dedicato, ha stimato che, anche in uno scenario estremo di default simultaneo delle 41 società più esposte al rischio AI nel proprio portafoglio monitorato, il tasso di default complessivo in termini di numero di emittenti salirebbe dal 3,4% al 4,8%: un impatto contenuto, che porta l'agenzia a concludere che "default diffusi guidati dall'AI appaiono improbabili".⁵

È importante sottolineare che il problema, fin dall'origine, è apparso concentrato in specifiche società e sotto-segmenti, non nell'intero universo del credito privato: molte società di software restano beneficiarie, più che vittime, della trasformazione tecnologica in corso.

Impatto sul mercato

Le preoccupazioni concentrate nel segmento software si sono comunque propagate, per un periodo, all'intero ecosistema dei veicoli evergreen, ossia dei fondi aperti, rivolti alla clientela. Le richieste di rimborso nei fondi sono salite rapidamente, alcuni fondi hanno superato ampiamente i limiti di rimborso contrattualmente previsti nei fondi ("gate"), mediamente del 5% trimestrale.

A questi flussi si sono accompagnati episodi specifici di svalutazione, riflettendo l'ampliamento degli spread creditizi, l'aumento delle perdite attese e il deterioramento della qualità creditizia di alcuni debitori: ad esempio, BlackRock TCP Capital Corp. ha comunicato, nel quarto trimestre 2025, svalutazioni su alcuni prestiti in portafoglio che hanno ridotto il proprio *Net Asset Value* del 19% in un solo trimestre.

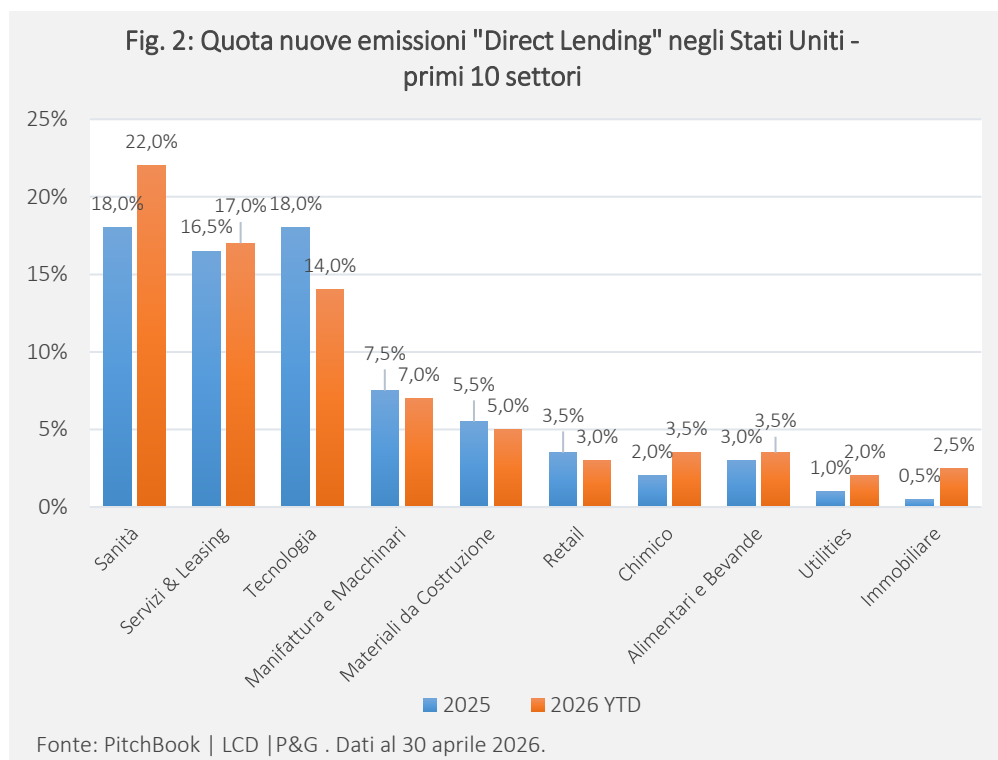
Va però osservato che non si è verificato alcun collasso sistemico. Nella quasi totalità dei casi in cui le richieste di rimborso hanno superato il tetto contrattuale ("gate"), i fondi hanno comunque soddisfatto il 100% delle richieste, talvolta attingendo a risorse proprie dei gestori: è questo il caso di Blackstone, che ha alzato temporaneamente il cap della propria società di Private Credit (BCRED) dal 5% al 7,9% per soddisfare la domanda. È una

⁵ Vedi: KBRA, "Deep Dive on AI and Software", 2026.

distinzione sostanziale: un conto è l'aumento delle richieste di rimborso (su cui si è soffermata buona parte dell'informazione), un altro è la capacità o incapacità strutturale di onorarle.

Con il senno di poi, non sembra una vera bolla

Il segmento tecnologico ha reagito allo shock riducendo rapidamente il proprio peso relativo nelle nuove originazioni: tra le società partecipate da private equity, la quota di società di software nel mercato dei prestiti sindacati USA (*Broadly Syndicated Loans*, BSL) è scesa dal 24% del picco 2020 al 21% nel 2025 fino al 9% nel 2026, il livello più basso dal 2013.⁶ Nel Direct Lending, la quota tech è passata dal 18% nel 2025 al 14% nel primo trimestre 2026, superata per la prima volta dal settore healthcare, salito al 20%.⁷



È esattamente il comportamento che ci si attende da un mercato che sta rivedendo selettivamente il rischio, non da uno che collassa nel suo complesso.

Un altro elemento utile a delimitare il perimetro del problema è offerto, paradossalmente, dai due fallimenti più citati dalla stampa finanziaria nel periodo: First Brands Group (componentistica auto) e Tricolor Holdings (finanziamento auto subprime), entrambi collassati nel settembre 2025. Un'analisi di Cambridge Associates conclude che entrambi i casi sono

⁶ Vedi: PitchBook LCD, giugno 2026.

⁷ Vedi: PitchBook LCD, "US Private Credit Monitor", aprile 2026.

riconducibili a frodi e a leva nascosta specifiche dell'azienda, piuttosto che a debolezze macroeconomiche o a prassi di lending diffuse nel settore. Si tratta quindi di episodi di cattiva allocazione del credito, non di segnali di uno shock settoriale come quello osservato nel software: un'ulteriore conferma che lo stress recente nel Private Debt ha origini eterogenee e localizzate, e non origina da un fattore comune sistemico.

Naturalmente, si tratta di un giudizio con margini di incertezza: il ciclo di credito non si è ancora completamente dispiegato e Moody's stessa segnala che la competizione crescente tra prestatori diretti e mercato sindacato potrebbe indebolire ulteriormente le condizioni contrattuali e la trasparenza nei prossimi trimestri.⁸ Ma sulla base dei dati oggi disponibili, la lettura più prudente resta quella di una correzione selettiva, non di una crisi generalizzata.

Europa vs Stati Uniti

Il confronto con l'Europa rafforza questa lettura. Il mercato europeo del Private Debt resta significativamente più piccolo, con un patrimonio gestito stimato in circa 500 miliardi di euro nel 2025, contro i 2,5 trilioni di dollari globali,⁹ ed è più orientato verso settori industriali, servizi e infrastrutture. La base degli investitori resta inoltre prevalentemente istituzionale: fondi pensione, compagnie assicurative e fondi sovrani. La componente di pubblico retail con elevata ricchezza finanziaria è ancora marginale rispetto agli Stati Uniti, dove i veicoli semi-liquidi rivolti alla clientela privata hanno raggiunto dimensioni significative.¹⁰

Secondo S&P Global Ratings,¹¹ in Europa la media mobile a 12 mesi del tasso di default delle società finanziate nel mercato del Private Credit è pari a 4,37%, un dato che non preoccupa.

Una sezione a parte merita il mercato dei *Collateralized Loan Obligation*, che ha mostrato una resilienza superiore rispetto al Direct Lending diretto su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma con l'Europa in posizione migliore.

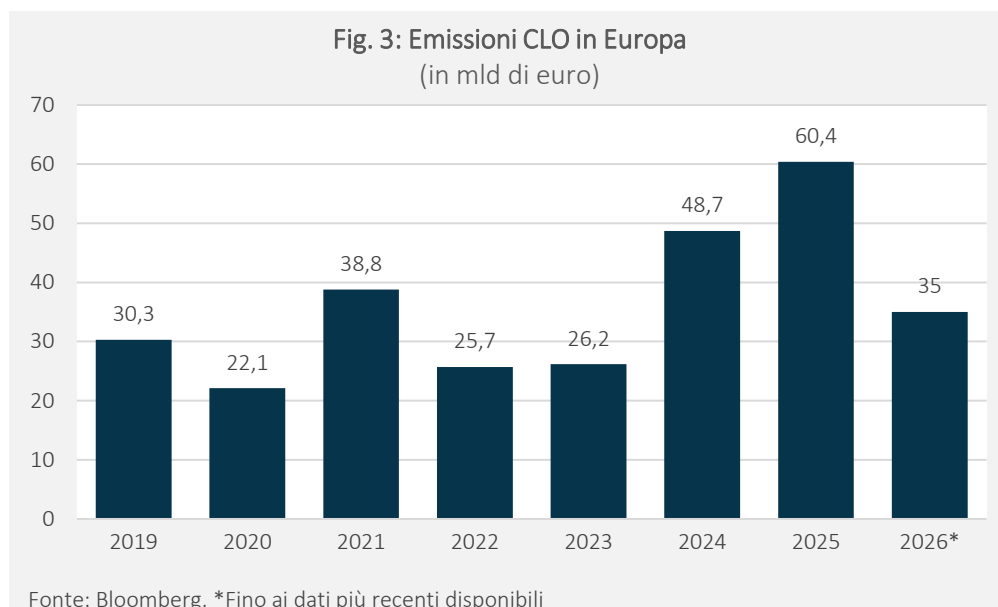
Il 2025 è stato un anno record per le emissioni CLO europee. Secondo i dati Bloomberg sono stati collocati oltre 60 miliardi di euro di nuove emissioni.

⁸ Vedi: Moody's, "Global Leveraged Finance and CLOs Outlook 2026".

⁹ BIS, "The global drivers of Private Debt" 2025.

¹⁰ ECB, Stress in global Private Credit, 2026.

¹¹ 2026, Private Credit Fundamentals.



A livello globale il tasso di default nel 2025 delle tranche CLO è stato solo dello 0,05%.¹²

Perché i CLO, pur avendo spesso gli stessi gestori attivi nel Direct Lending, da Apollo a Blackstone, da BlackRock a Carlyle, hanno retto meglio? Le ragioni sono in larga parte strutturali. Il collaterale di un CLO è composto da prestiti sindacati con attività di trading prezzati quotidianamente dai maggiori *dealing desk*, il che riduce drasticamente il rischio di *mispricing* rispetto ai prestiti diretti, spesso valutati solo trimestralmente con un modello (*mark to model*) e non in base ai dati di mercato. I CLO impongono inoltre limiti di concentrazione settoriale espliciti nei propri documenti di offerta, che impediscono un'esposizione eccessiva a un singolo comparto come il software. Infine, la disciplina strutturale della cascata dei pagamenti e i continui test di qualità del collaterale forniscono un meccanismo automatico di protezione per le tranche più senior, assente nei fondi evergreen di prestito diretto.

Situazione attuale

A metà 2026, la maggior parte degli indicatori suggerisce che la fase più acuta della pressione si sia attenuata. Il flusso di capitali istituzionali verso il Direct Lending USA è ripartito con decisione: secondo dati Preqin/Reuters, nel secondo trimestre 2026 i fondi *closed-end* nordamericani dedicati agli investitori istituzionali hanno raccolto almeno 16 miliardi di dollari, il secondo trimestre migliore in quattro anni per questa categoria di veicoli. Il fenomeno più interessante è forse la ricomposizione della base degli investitori: mentre il capitale retail si ritirava dai fondi semi-liquidi più esposti alle richieste di rimborso, gli investitori istituzionali, con orizzonti più lunghi e minore

¹² S&P Global Ratings, 2025, Default, Transition and Recovery.

sensibilità alla liquidità immediata, sono tornati a incrementare l'esposizione, in alcuni casi proprio per beneficiare dello spread più ampio e delle condizioni contrattuali più severe che la minore competizione ha reso possibili.

Secondo iCapital,¹³ i fondi che avevano subito le richieste di rimborso più elevate hanno nel frattempo onorato sostanzialmente le richieste e diversi operatori hanno segnalato che parte delle svalutazioni registrate a inizio 2026 riflettevano l'allargamento degli spread di mercato più che un deterioramento effettivo del credito sottostante, e potrebbero quindi essere in parte recuperate nei prossimi trimestri.

Conclusione

I dati disponibili a metà 2026 restituiscono l'immagine di un mercato che ha attraversato un reality check. La presunta bolla del Private Debt si è rivelata, con le informazioni oggi a disposizione, un episodio di *repricing* molto concentrato con vincitori e vinti nel comparto software, una dispersione di rendimenti più marcata rispetto al passato, una disciplina di underwriting che si è irrigidita dopo anni di competizione eccessiva tra prestatori.

È possibile che anche i mercati azionari, con una concentrazione settoriale ai massimi da un quarto di secolo e valutazioni sostenute in larga parte da un ristretto gruppo di società tecnologiche, possano attraversare, se le prospettive di crescita legate all'intelligenza artificiale dovessero rivelarsi meno lineari del previsto, un processo analogo di dispersione e selezione tra vincitori e vinti. Se così fosse non saremmo necessariamente in presenza di una bolla sistemica: più semplicemente, la disciplina di valutazione del merito di credito come nell'equity sarebbe tornata al centro del mestiere degli investitori.

¹³ Vedi: iCapital, "[Looking Beyond the Redemptions II](#)", iCapital.