

Private credit, il prossimo stress test sistemico

Mappa competitiva, rischio sistemico e segnali da monitorare: Apollo, Blackstone, KKR, Brookfield, Ares, Blue Owl, Carlyle

Nota d'archivio

Analisi redatta da Simone Cilluffo e pubblicata su LinkedIn il 30/04/2026, prima della costituzione di Hartmer Equity Research. Riproposta nel formato attuale per completezza dello storico: dati, stime e giudizi si riferiscono a fine aprile 2026 e non sono stati aggiornati. L'analisi ha carattere tematico e non contiene giudizi o indicazioni su singoli strumenti finanziari.

Cinque tesi sul settore

- **Un mercato oltre i \$2.000 miliardi.** Masse gestite raddoppiate in cinque anni: il private credit è passato dalla nicchia al cuore della finanza.
- **Concentrazione estrema.** I primi cinque gestori controllano circa il 55% delle masse e il 70% dei nuovi flussi del 2025.
- **L'opacità è strutturale.** Valutazioni mark-to-model, sospensioni dei rimborsi, interessi capitalizzati (PIK) e covenant leggeri rendono difficile osservare la qualità reale dei portafogli.
- **Il legame tra credito e assicurazioni è il vero snodo.** Apollo-Athene e KKR-Global Atlantic: la gestione delle passività previdenziali è già private credit.
- **Il muro delle scadenze 2026-2028 è il primo test.** \$1.100 mld da rifinanziare a tassi superiori di oltre 300 punti base rispetto al ciclo precedente.

Analista: Simone Cilluffo, CEFA · Codice archivio: ER-2026-A02

1. Il settore in sintesi

Il private credit ha occupato lo spazio lasciato dalle banche dopo Basilea III, diventando un canale di finanziamento alternativo per le imprese, soprattutto di medie dimensioni.

INDICATORE	VALORE 2026 E	NOTA
Masse gestite globali	~\$2.100 mld	Da \$900 mld nel 2020, crescita media ~18% annuo
Quota direct lending	55%	Il resto: distressed, immobiliare, infrastrutture
Capitale disponibile da investire	~\$700 mld	Elevata pressione a investire
Quota del mid-market USA	30%	Era circa il 10% nel 2015

Fonti: Preqin, McKinsey Global Private Markets Review, FMI (GFSR), BRI ed elaborazioni dell'autore (aprile 2026).

2. I sette principali gestori

GESTORE	TICKER	CAPITALIZZ.	MASSE NEL CREDITO
Apollo Global Management	APO	\$88 mld	\$605 mld
Blackstone	BX	\$200 mld	\$475 mld
Ares Management	ARES	\$52 mld	\$355 mld
Brookfield Asset Management	BAM	\$85 mld	\$300 mld
KKR	KKR	\$115 mld	\$250 mld
Blue Owl Capital	OWL	\$30 mld	\$250 mld
Carlyle Group	CG	\$16 mld	\$200 mld
Totale primi sette		\$586 mld	\$2.435 mld

Fonti: Bloomberg, bilanci societari; chiusura del 24/04/2026. Capitalizzazione della holding; le masse includono l'intera divisione credito. Circa il 75% dei flussi degli investitori istituzionali.

3. Redditività a confronto (FY2025)

GESTORE	RICAVI	MARGINE FRE	RENDIMENTO SULLE MASSE	UTILE NETTO
Apollo	\$26 mld	58%	1,1%	\$5,1 mld
Blackstone	\$11 mld	57%	0,9%	\$5,0 mld
Brookfield AM	\$6 mld	55%	0,7%	\$2,5 mld
KKR	\$5 mld	63%	0,8%	\$3,0 mld
Ares	\$4 mld	42%	0,9%	\$1,1 mld
Carlyle	\$4 mld	38%	0,7%	\$0,7 mld
Blue Owl	\$3 mld	58%	1,0%	\$0,9 mld

Margini sulle commissioni ricorrenti (fee-related earnings) superiori al 55% sono livelli tipici delle società di software: il modello asset-light è efficiente e genera molta cassa. Il rischio non è nel conto economico dei gestori, ma nella qualità degli attivi che producono quelle commissioni.

4. Vantaggi competitivi

GESTORE	LEVA DISTINTIVA	FONDAMENTO
Apollo	Capitale assicurativo	Athene fornisce oltre \$300 mld di capitale permanente
Blackstone	Marchio e scala	Rete di distribuzione globale e relazioni con gli investitori da oltre 35 anni
KKR	Diversificazione	Equilibrio tra private equity, credito e immobiliare; presenza in Asia
Brookfield	Credito su attività reali	Finanziamenti su infrastrutture e immobili già conosciuti
Ares	Esperienza nel direct lending	BDC quotata con oltre 20 anni di storia, scala nel mid-market
Blue Owl	Partecipazioni nei gestori	Capitale permanente dalle quote di minoranza nei GP
Carlyle	Situazioni speciali	Credito tattico e soluzioni per le imprese, rilancio in corso

5. Quote di mercato 2023-2025

SEGMENTO	LEADER	2023	2024	2025
Direct lending USA	Ares + Blackstone	21%	22%	24%
Direct lending USA	Apollo	12%	14%	15%
Private credit Europa	Blackstone	11%	12%	13%
Private credit Europa	Ares	10%	11%	11%
Debito infrastrutturale	Brookfield	18%	19%	20%
Masse BDC quotate	Ares (ARCC)	13%	13%	13%
Credito legato alle assicurazioni	Apollo (Athene)	28%	31%	34%

Tre dinamiche: il direct lending americano continua a concentrarsi nei primi tre operatori; Apollo cresce più del mercato grazie alla leva assicurativa; i segmenti meno regolamentati (credito assicurativo, debito infrastrutturale) crescono più rapidamente.

6. Management

GESTORE	VERTICE	PERMANENZA	VALUTAZIONE	NOTA
Apollo	Marc Rowan	5 anni (CEO)	A+	Architetto del modello legato alle assicurazioni
Blackstone	Schwarzman / Gray	39 anni (fondatore)	A+	Marchio globale, esecuzione impeccabile
KKR	Bae e Nuttall (co-CEO)	4 anni	A	Successione ordinata da Kravis e Roberts
Brookfield	Bruce Flatt	23 anni	A	Allocatore di capitale di livello mondiale
Ares	Michael Arougheti	12 anni	A-	Profonda esperienza nel direct lending
Blue Owl	Ostrover e Lipschultz	5 anni	B+	Crescita rapida per acquisizioni, da consolidare
Carlyle	Harvey Schwartz	3 anni	B	Rilancio in corso

Valutazione qualitativa dell'autore su permanenza, esecuzione e allocazione del capitale.

7. Investimenti in piattaforma (FY2025)

GESTORE	INVESTIMENTO IN TECNOLOGIA, DATI, DISTRIBUZIONE E TALENTO	% DEI RICAVI
Blackstone	\$1,40 mld	13%
Apollo	\$0,95 mld	4%
KKR	\$0,70 mld	14%
Brookfield AM	\$0,55 mld	9%
Ares	\$0,45 mld	11%
Carlyle	\$0,35 mld	9%
Blue Owl	\$0,30 mld	12%

La vera ricerca e sviluppo del private credit è la distribuzione (BDC per il retail, fondi evergreen, reti di wealth management) insieme alla modellistica del rischio.

8. Rischi del settore

- **Insolvenze e PIK in aumento.** Tasso di default (Lincoln/Cliffwater) al 5,2%, contro il 2,8% del 2022; interessi capitalizzati al 22% degli interessi totali: le perdite sono solo rinviate.
- **Muro delle scadenze 2026-2028.** \$1.100 mld da rifinanziare a SOFR + 550 punti base in media, contro SOFR + 275 all'origine; violazioni dei covenant attese intorno al 15%.
- **Stretta regolamentare.** SEC Private Fund Rule, AIFMD II nell'Unione europea e regole NAIC sul credito assicurativo: più trasparenza e requisiti patrimoniali più alti dal 2027.
- **Corsa al retail.** Circa \$400 mld distribuiti tramite reti di wealth management, con un disallineamento tra la liquidità promessa e quella degli attivi.

Stima dell'autore: probabilità ponderata di un evento di default rilevante tra i primi 50 operatori nei 18-24 mesi successivi pari a circa il 35%.

9. Perché il rischio è sistemico

- **Opacità.** Attivi valutati con modelli interni, senza prezzi di mercato giornalieri; i rendimenti degli ultimi cinque anni non sono mai stati messi alla prova in un vero ciclo negativo.
- **Bilancio ombra delle banche.** Le banche hanno ridotto i prestiti diretti ma finanziano i fondi di private credit (NAV financing, linee di sottoscrizione): circa \$300 mld di esposizione indiretta.
- **Legame con le assicurazioni.** Circa \$650 mld di passività previdenziali finanziano credito illiquido: un potenziale squilibrio tra attivi e passivi.
- **Diffusione tra i risparmiatori.** Oltre \$500 mld in BDC quotate, interval fund ed evergreen detenuti da investitori non istituzionali, con aspettative di liquidità mensile su attivi vincolati per 5-7 anni.

Il Fondo monetario internazionale ha più volte indicato il private credit tra le aree di vulnerabilità del sistema finanziario nel Global Financial Stability Report.

I tre canali di contagio

CANALE	MECCANISMO
Assicurazioni	Insolvenze delle imprese finanziate → svalutazioni dei crediti detenuti dalle compagnie collegate → erosione del capitale → richieste di ricapitalizzazione. Con \$650 mld di passività, una perdita del 5% vale circa \$32 mld di capitale.
Banche	Le banche finanziano i fondi (oltre \$300 mld): un calo dei NAV porta a richieste di margine, vendite forzate di attivi illiquidi e pressione sui prezzi.
Risparmiatori	Code di rimborso su BDC ed evergreen → sospensioni → crisi di fiducia → contagio sui veicoli quotati e perdita di accesso ai canali retail.

10. Calendario indicato (aprile 2026 – aprile 2027)

PERIODO	EVENTO	RILEVANZA
Maggio 2026	Apollo I trimestre: tasso di default del portafoglio	Alta
Giugno 2026	Stress test della Federal Reserve	Alta
Luglio 2026	Bank of England FPC: esposizione al private credit	Media
Settembre 2026	Stagione dei rimborsi delle BDC	Alta
Ottobre 2026	Prime scadenze del muro 2026 (~\$180 mld)	Alta
Novembre 2026	Investor Day Blackstone: indicazioni su BCRED	Media
Dicembre 2026	Aggiornamento regole NAIC	Alta
Gennaio 2027	Scadenza di adeguamento AIFMD II (UE)	Media
Febbraio 2027	SEC Private Fund Rule: decisione finale	Evento binario
Marzo 2027	Tassi di default FY2026 dei principali gestori	Alta

11. Sei segnali da monitorare

INDICATORE	LIVELLO (APRILE 2026)	SOGLIA DI ATTENZIONE
Quota PIK sugli interessi	22%	Oltre il 25%
Tasso di default Lincoln/Cliffwater	5,2%	Oltre il 6%
Sconto delle BDC quotate sul NAV	—	Oltre il 15%
Crescita del NAV financing	—	Oltre il 20% annuo
Interventi dei regolatori assicurativi	—	Allerta NAIC
Code di rimborso dei fondi evergreen	—	Oltre il 5% delle masse

Conclusioni

Il private credit non è il prossimo subprime: ricorda piuttosto i titoli garantiti da mutui del 2008, una classe di attivi cresciuta rapidamente in volume e opacità, finanziata da intermediari non bancari, con una crescente presenza di risparmiatori e una regolamentazione in ritardo. La questione, secondo l'autore, non è se le tensioni emergeranno, ma dove, quando e con quale velocità.

Informativa e avvertenze

Autore	Simone Cilluffo, analista finanziario certificato CEFA (EFFAS).
Data	Analisi pubblicata su LinkedIn il 30/04/2026; capitalizzazioni al 24/04/2026.
Fonti	Preqin, McKinsey Global Private Markets Review, FMI (Global Financial Stability Report), BRI, Bloomberg, bilanci societari; elaborazioni dell'autore.
Raccomandazioni	L'analisi è tematica: non contiene giudizi, valori obiettivo o indicazioni di acquisto o vendita sugli strumenti delle società citate.
Natura del documento	Analisi generica e non personalizzata, con finalità informative: non tiene conto delle caratteristiche, degli obiettivi o della situazione finanziaria del singolo destinatario e non costituisce consulenza in materia di investimenti ai sensi dell'art. 1, comma 5-septies, del D.Lgs. 58/1998 (TUF), né offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari.
Validità dei dati	Dati di mercato, stime e valutazioni sono riferiti alla data indicata e possono non essere più attuali. Prima di qualsiasi decisione verificare le informazioni aggiornate.
Interessi e conflitti	L'autore non deteneva alla data di pubblicazione, e non detiene alla data di questa riedizione (18/10/2026), azioni o altri strumenti finanziari delle società citate. Nessun rapporto di consulenza, incarico o compenso da parte delle società citate.
Riproduzione	Documento ad uso esclusivo del destinatario. Vietata la riproduzione senza autorizzazione scritta. © 2026 Simone Cilluffo – Hartmer Equity Research.