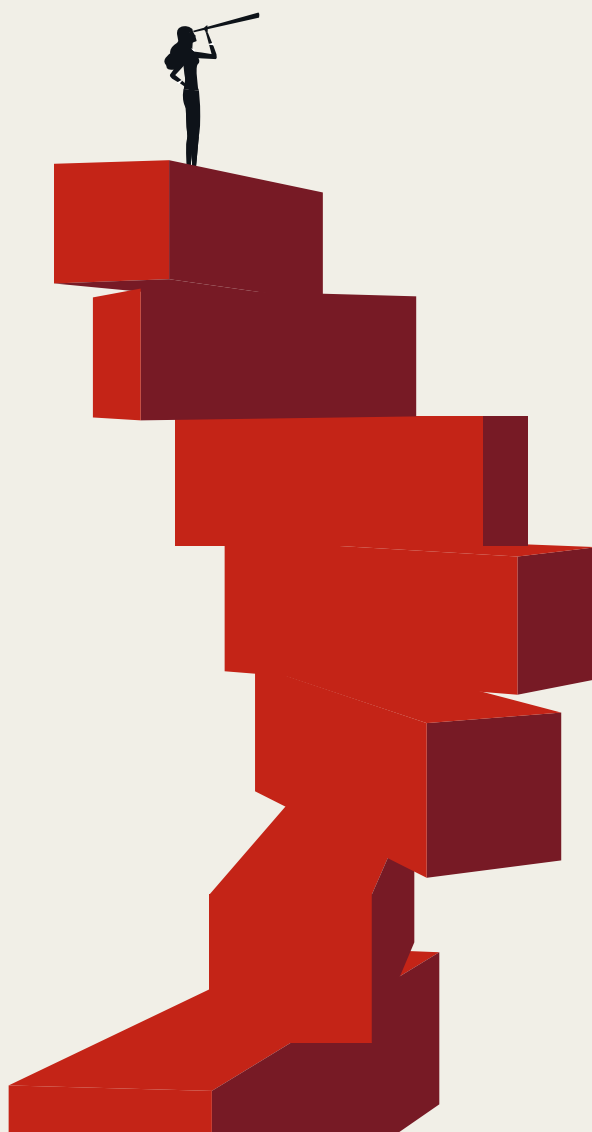


MERCATI PRIVATI, DALLA NICCHIA AL PORTAFOGLIO

La crescita di ELTIF ed evergreen sta ridisegnando il mercato europeo dei private markets.
Una trasformazione che allarga le opportunità per wealth e investitori non istituzionali



LA NUOVA STAGIONE EUROPEA DEI PRIVATE MARKETS

Evergreen ed ELTIF stanno ampliando il perimetro degli investimenti alternativi sul continente, con il patrimonio arrivato a quota 213,7 miliardi di euro nel primo semestre 2026. Infrastrutture, private equity e private credit guidano una crescita che si accompagna a un'offerta sempre più ampia

Per anni gli alternativi sono stati soprattutto una questione di accesso: porte strette, capitali pazienti e veicoli costruiti per una platea relativamente circoscritta di investitori. Ora quei confini stanno iniziando ad allargarsi, anche sulla sponda orientale dell'Atlantico. In Europa cresce infatti l'universo rappresentato da evergreen ed ELTIF, strutture pensate per avvicinare il capitale privato a una platea più ampia e che stanno rapidamente aumentando sia per patrimonio che per profondità dell'offerta. Una dinamica ben fotografata nell'analisi realizzata da Novantigo per FocusRisparmio, i cui risultati parlano in modo univoco: a giugno 2026 sono 467 fondi di categoria domiciliati nel Vecchio Continente, per un patrimonio complessivo in crescita del 19% nel semestre e che oscilla tra i 213,7 miliardi di euro complessivi e 193 miliardi dei soli veicoli aperti. Ma la traiettoria racconta anche qualcosa di più.

CRESCITA CONTINUA

Quello di Novantigo non è soltanto l'ultimo scatto di un mercato in espansione, insomma, perché il report racconta in realtà un cambiamento più profondo. Il patrimonio complessivo dei veicoli monitorati è passato dai 108,2 miliardi di euro del 2024 ai 122,5 miliardi del primo trimestre 2025, per poi salire a 138,3 miliardi nel periodo aprile-giugno e a 155,9 miliardi in quello immediatamente successivo. Risultato: 179,3 miliardi a fine anno, prima di superare i 199 miliardi a marzo 2026 e arrivare così alla cifra attuale che contraddistingue il giro di boa. Una crescita fattasi sempre più veloce proprio negli ultimi mesi, in quella che può essere interpretata come la risposta degli investitori a un periodo di forte incertezza per le classi di attivo tradizionali. Il caos dei mercati sembra dunque star premiando l'asset class unitamente a logiche industriali che aumentano il focus degli operatori su prodotti a maggiore

redditività. Non è infatti un caso che, nell'ambito di questa espansione, a cambiare siano stati anche i pesi relativi delle diverse strategie. A inizio il private equity rappresentava il principale segmento, con 76,3 miliardi di euro, mentre i 59,9 miliardi di masse collocavano il private debt al secondo posto ma ampiamente davanti agli altri comparti: dalle infrastrutture (31,7 miliardi) ai fondi multi-asset (28,7 miliardi) fino al real estate (13,3 miliardi).

INFRASTRUTTURE IN PRIMA FILA

La composizione degli AUM racconta però, a sua volta, solo una parte della storia. A essere particolarmente significativo è il ritmo con cui stanno crescendo i diversi comparti. Ad aver registrato l'incremento più marcato nel primo semestre del 2026 sono infatti le infrastrutture, con masse in aumento del 43% rispetto a fine 2025, mentre il private equity è cresciuto del 26%. Sono

dinamiche che spostano progressivamente il baricentro del mercato verso segmenti nei quali il capitale privato viene associato a esposizioni di più lungo periodo. Il risultato è un universo nel quale convivono ormai dimensioni molto diverse: da un lato le grandi strategie di investimento, dall'altro comparti più specialistici e soluzioni a elevato grado di diversificazione. Ma la crescita degli evergreen appare diffusa anche nel private credit, nonostante il settore abbia archiviato il semestre ad 'appena' il 19%. Dei 93 fondi appartenenti al segmento che Novantigo monitora, più di metà ha infatti registrato un aumento degli AUM e sette sono troppo recenti per permettere di raccogliere dati patrimoniali. Un risultato indice di un mercato ancora in costruzione e che trova conferma anche nel numero di debutti.

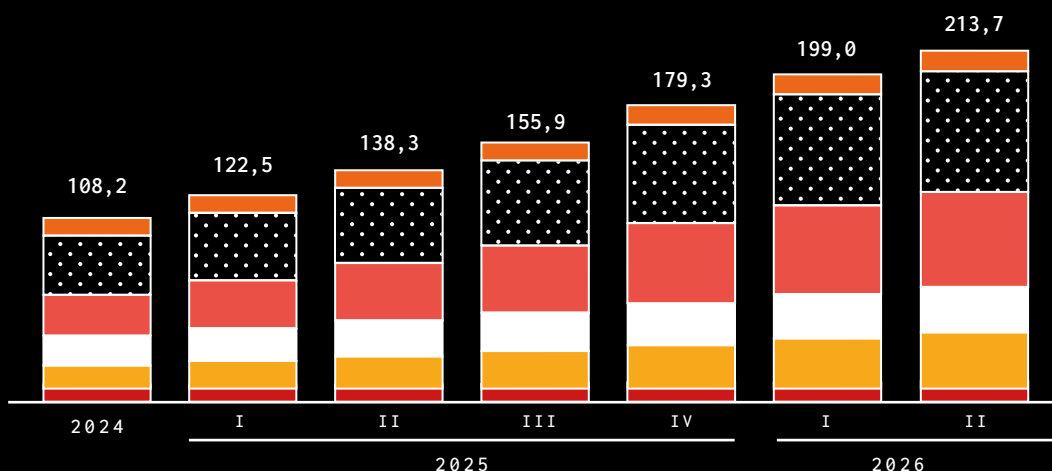
SALTO DELL'OFFERTA

Il 2025 è stato un anno record anche per i nuovi fondi evergreen: 126

FOCUS RISPARMIO LAB

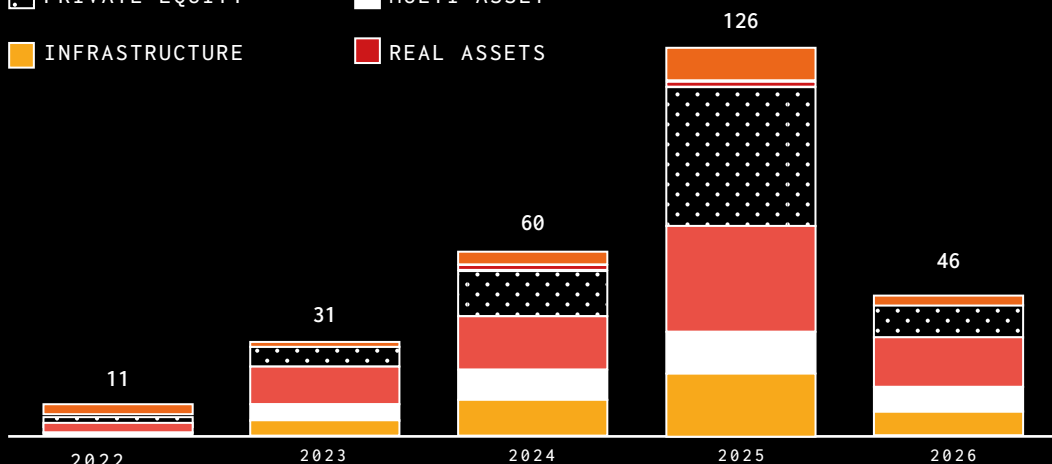
PATRIMONIO GESTITO DEI FONDI EVERGREEN
E DEGLI ELTIF DOMICILIATI IN EUROPA PER CLASSE DI ATTIVI

Dati in miliardi di euro, dal 2024 al secondo trimestre 2026



LANCI DI FONDI EVERGREEN PER ANNO

Dal 2022 al secondo trimestre 2026



Fonte: Novantigo Evergreen Funds Navigator

i veicoli lanciati, escludendo gli ELTIF closed-end. Nel solo primo semestre del 2026 se ne contano invece già 46, tra novità assolute e registrazioni. L'analisi mostra quanto rapidamente sia aumentata l'offerta: dagli appena 11 nuovi veicoli del 2022 si è passati a 31 nel 2023 e a 60 nel 2024, fino al picco dell'anno scorso. E delle matricole apparse da inizio anno, il cui numero rappresenta peraltro già più di un terzo del totale registrato nel 2025, ben 15 sono dedicate al private credit mentre solo 11 al private equity.

PLATEA PIÙ AMPIA

È questo, in definitiva, il passaggio che rende interessante l'evoluzione degli evergreen europei. Il capitale privato non sta semplicemente crescendo, ma sta trovando nuove forme per essere distribuito e detenuto. Con 467 fondi tra evergreen ed ELTIF monitorati e oltre 213 miliardi di euro di AUM, il segmento ha ormai assunto dimensioni rilevanti. La crescita particolarmente rapida delle infrastrutture, il consolidamento del private credit e il record di nuovi lanci mostrano però come il processo sia tutt'altro che concluso. La direzione presa dal continente sembra quindi essere quella di un mercato privato meno confinato alle strutture tradizionali e sempre più articolato in veicoli, strategie e modalità di accesso differenti. È una trasformazione che, più che nei numeri assoluti, si legge nella velocità con cui patrimonio e offerta stanno cambiando.

LA PORTA SI APRE MA NON PER TUTTI

La riforma degli ELTIF ha accelerato la crescita dei fondi europei dedicati agli investimenti privati.

Eppure, il settore resta una nicchia da 34 miliardi di euro. Per il CFA Institute l'apertura al retail è possibile, ma a patto di rafforzare suitability, trasparenza e controllo dei costi



Per anni private equity, private credit e infrastrutture sono rimasti soprattutto un territorio per investitori professionali. Ora l'Europa prova ad aprire quella porta anche al retail. La riforma degli European Long-Term Investment Funds (ELTIF), entrata in vigore nel 2024, ha infatti ampliato gli asset eleggibili e reso più flessibili le regole sui portafogli nell'intento di dare nuovo impulso a un segmento che non aveva conquistato l'industria. Il mercato è cresciuto, ma resta lontano dalle dimensioni necessarie per incidere in misura significativa sulle allocazioni dei risparmiatori e sul finanziamento dell'economia reale. È questo il punto di partenza dell'ultimo paper dell'Institute Research & Policy Center di CFA. Un'analisi che invita a non confondere l'apertura normativa con la nascita di un prodotto di massa: l'accesso agli alternativi può essere ampliato, ma deve procedere insieme alle tutele per gli investitori.

NICCHIA IN CRESCITA

I numeri mostrano comunque quanto sia cambiato il settore in poco tempo. A fine 2025 gli ELTIF gestivano circa 34 miliardi di euro, a

fronte degli 8.200 miliardi dell'intero comparto europeo dei fondi alternativi. Una crescita significativa rispetto alla fase iniziale: nell'ottobre 2021 erano appena 57 i fondi lanciati, per 2,4 miliardi di euro di patrimonio. La revisione normativa ha contribuito a imprimere una forte accelerazione, con un numero record di nuovi prodotti lanciati nel 2024 e nel 2025. La distanza rispetto al resto dell'industria resta però ampia. Per il CFA Institute, la crescita degli ELTIF dovrà tradursi anche in maggiore scala, sia a livello di settore sia dei singoli fondi, per rendere il formato più efficiente e favorirne la diffusione. È un passaggio importante soprattutto per strumenti che investono in attività private e illiquide, dove le dimensioni ridotte dei veicoli possono pesare sulla struttura complessiva del prodotto.

RETAIL O NO?

È proprio sul rapporto con la clientela retail che il report invita a evitare letture troppo semplicistiche della riforma. L'accesso ai private markets può offrire benefici in termini di diversificazione e di rendimento atteso grazie al premio per l'illiquidità,

ma richiede un livello di conoscenza e una capacità di sopportare forti oscillazioni e orizzonti temporali più lunghi rispetto a quelli tipici di altri prodotti destinati ai risparmiatori. Il punto, quindi, non è tanto se gli ELTIF possano essere distribuiti al retail, quanto a quale segmento della clientela siano effettivamente adatti. Il CFA Institute suggerisce un approccio iniziale prudente, concentrato sugli investitori più esperti, e osserva come diversi operatori abbiano già adottato criteri di accesso più stringenti rispetto ai requisiti minimi previsti dalla normativa. Del resto, la stessa distribuzione della ricchezza suggerisce che il bacino potenziale sia necessariamente concentrato. Secondo i dati della BCE citati dal report, il 10% più ricco delle famiglie dell'area euro detiene il 57% della ricchezza netta complessiva. Ancora più concentrata è la detenzione degli strumenti finanziari: circa l'80% di azioni, fondi di investimento e obbligazioni è nelle mani del decile superiore. Per il CFA Institute, è quindi soprattutto questa fascia di investitori a rappresentare il naturale bacino per i fondi di lungo termine.

IL NODO ILLIQUIDITÀ

La selezione della clientela assume particolare rilievo per la struttura stessa degli ELTIF. Gli investimenti sottostanti sono spesso difficilmente negoziabili e non dispongono di prezzi osservabili con la stessa frequenza degli strumenti quotati. Nei fondi chiusi il capitale può rimanere impegnato per diversi anni, mentre

nelle strutture semiliquide le possibilità di rimborso sono subordinate a periodi minimi di detenzione, finestre temporali, limiti alle richieste e altri strumenti di gestione della liquidità. Per il CFA Institute, questi elementi devono entrare pienamente nella valutazione di adeguatezza. La suitability non può quindi limitarsi alle caratteristiche finanziarie dell'investitore, ma deve tenere conto anche della sua capacità di sostenere un investimento illiquido, della complessità del prodotto, delle modalità di valorizzazione degli attivi e dell'orizzonte temporale richiesto. Il report invita per questo a rafforzare l'adattamento delle regole MiFID alle caratteristiche specifiche dei private asset funds.

DISTRIBUZIONE SELETTIVA

Il risultato è un modello di apertura al retail più selettivo di quanto possa suggerire la semplice eliminazione delle precedenti restrizioni normative. La riforma del 2024 ha infatti eliminato alcuni vincoli precedentemente previsti per gli investitori retail, tra cui l'investimento minimo e il limite del 10% del portafoglio, lasciando maggiore spazio alla valutazione di adeguatezza. Il settore sembra comunque muoversi già in questa direzione. Il CFA Institute rileva che in diversi Paesi gli standard di distribuzione adottati dagli operatori sono più restrittivi dei requisiti minimi fissati dalla normativa e che alcuni gestori utilizzano soglie patrimoniali o di investimento per individuare la clientela ritenuta più

adatta. Per il report, questa concentrazione sui segmenti più alti della piramide della ricchezza non rappresenta necessariamente un ostacolo allo sviluppo del comparto, considerando proprio la forte concentrazione degli asset finanziari tra le famiglie più abbienti.

PREVIDENZA

Un altro canale individuato dal CFA Institute è quello degli investitori istituzionali e, in particolare, dei fondi pensione. La revisione delle regole europee sulla previdenza potrebbe favorire una maggiore presenza di ELTIF e altri asset illiquidi nei portafogli di lungo periodo. In questo caso, la natura degli investitori consente di affrontare il tema della complessità attraverso processi strutturati di analisi e due diligence sugli strumenti, sugli attivi sottostanti, sulle modalità di valorizzazione e sui rischi. È un canale particolarmente rilevante anche alla luce degli obiettivi della Savings and Investments Union, che punta a mobilitare maggiormente il capitale europeo verso imprese, infrastrutture e attività di lungo periodo. In questo quadro, il ruolo degli investitori istituzionali può affiancare quello, più circoscritto, della componente retail.

ALLA PROVA EUROPEA

Perché gli ELTIF possano uscire dalla dimensione di nicchia servirà però anche affrontare la frammentazione dell'industria europea del risparmio gestito. Il continente conta oltre

65mila fondi, contro circa 7.500 negli Stati Uniti, nonostante questi ultimi gestiscano un patrimonio netto quasi doppio. La distribuzione transfrontaliera rimane inoltre limitata e la frammentazione dei mercati nazionali riduce le possibilità di ottenere economie di scala. Il problema è particolarmente rilevante per i private markets, dove i fondi tendono a investire in un numero relativamente contenuto di attività illiquide e concentrate. Per il CFA Institute, una maggiore integrazione dei mercati europei, regole più uniformi tra le giurisdizioni e una riduzione degli ostacoli alla distribuzione internazionale possono quindi sostenere la crescita del comparto e favorire una maggiore efficienza dell'industria. Gli ELTIF si trovano così davanti a un doppio passaggio. Da una parte, la riforma del 2024 ha creato le condizioni per ampliare significativamente l'accesso agli investimenti privati; dall'altra, la natura stessa di questi prodotti suggerisce che il percorso non possa passare da una distribuzione indiscriminata. Con 34 miliardi di euro di patrimonio, il settore resta ancora troppo piccolo per incidere in misura sostanziale sulle allocazioni degli investitori o sul finanziamento dell'economia reale. La sfida, secondo il CFA Institute, è trasformare questa crescita da fenomeno di nicchia a componente più strutturale dei portafogli europei, mantenendo però un accesso coerente con esperienza, patrimonio e capacità di sostenere l'orizzonte e l'illiquidità degli investimenti.



Non tutto il mondo dei private markets corre alla stessa velocità, soprattutto in Italia. Mentre l'universo degli alternativi continua ad articolarsi in strategie sempre più numerose, infatti, gli investitori del nostro Paese sembrano mantenere un punto fermo: la ricerca di opportunità nei segmenti più consolidati, con preferenze che cambiano sensibilmente quando si entra nel dettaglio delle singole asset class. A offrire questa fotografia è l'ultimo Data Drop di Preqin sulle intenzioni di allocazione dei limited partners tricolore, che racconta di un mercato ancora selettivo e nel quale la scelta della strategia conta almeno quanto quella del comparto. Una tendenza cui si affianca il progressivo cambiamento nella composizione della platea, con il dietrofront di banche e fondi pensione in favore di soggetti non istituzionali e family office.

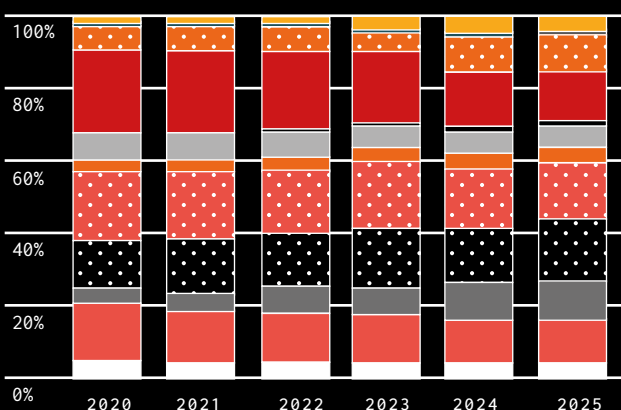
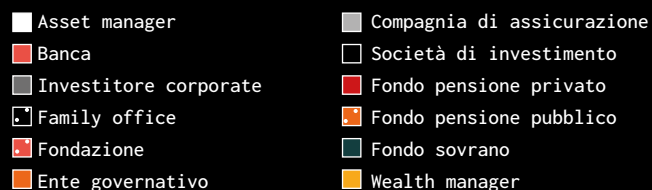
PRIVATE MARKETS, IL CAPITALE ITALIANO CERCA NUOVE ROTTE

Le intenzioni di allocazione mostrano una preferenza ancora netta per strategie consolidate e vicine al proprio perimetro geografico. Ma la platea si allarga, con family office e investitori non istituzionali sempre più presenti

NEL PRIVATE EQUITY IL BUYOUT PRIMA SCELTA

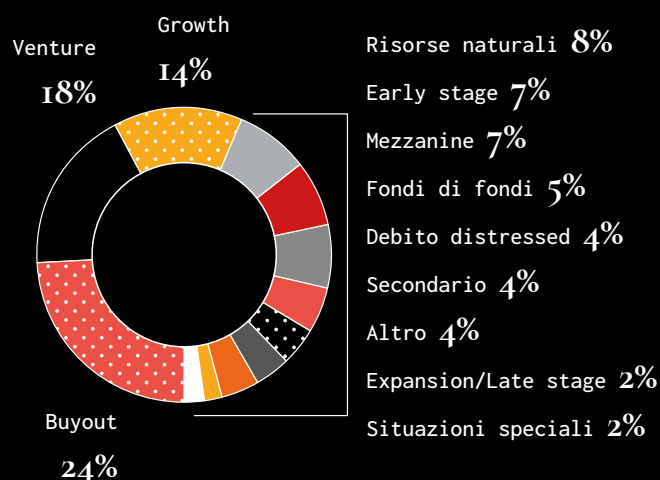
All'interno del private equity, il buyout continua a rappresentare la strategia verso cui si indirizza la quota maggiore delle intenzioni di investimento. Il sondaggio della società parte di BlackRock rileva infatti una preferenza del 17%, davanti al venture capital (15%) e al growth (11%). Seguono a maggiore distanza risorse naturali e debito distressed, entrambi all'11%, quindi fondi di fondi ed early stage, all'8%. Si tratta di una composizione che Fabio Laricchia, head of Financial Institutions Group Continental Europe di BlackRock, legge anche alla luce della ricerca di una maggiore qualità e di resilienza dei flussi di cassa sottostanti. "Gli investitori hanno smesso di guardare solo al potenziale di rendimento", osserva,

Investitori in private equity attivi con base in Italia per tipologia



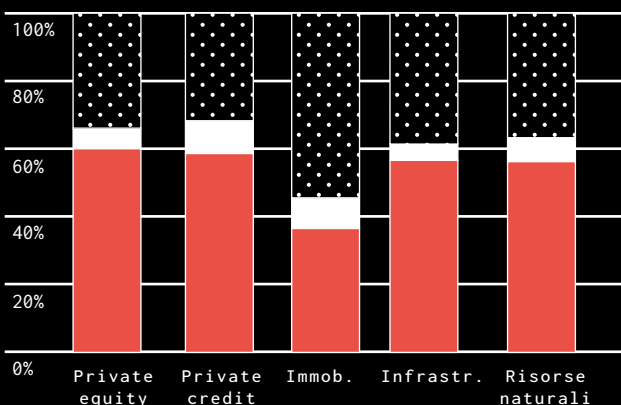
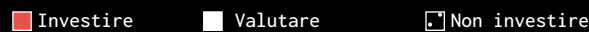
Le strategie di private equity su cui si concentreranno gli investitori nei prossimi 12 mesi

Include start-up in fase iniziale e seed in fase iniziale
Include turnaround, timber, hybrid e venture debt

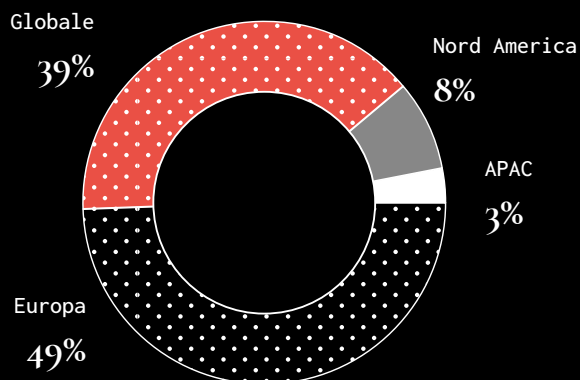


PRIVATE EQUITY AI RAGGI X

Piani di investimento in mercati privati degli investitori



Investimenti di private equity con base in Italia per area geografica



sottolineando come un contesto caratterizzato da tassi più elevati e incertezza geopolitica tenda a favorire asset "in grado di offrire sia maggiore visibilità sui risultati attesi sia una minore dipendenza dai mercati quotati". "Nel buyout", aggiunge, "questo si traduce anche in una maggiore enfasi sulla crescita degli utili e sul miglioramento operativo rispetto alla sola espansione dei multipli".

DIRECT LENDING CRUCIALE

Un discorso analogo vale per il private credit, dove il direct lending mantiene una posizione dominante. Il 22% delle intenzioni degli investitori italiani si concentra su questa strategia, seguita dal debito distressed al 21% e dal mezzanine al 17%. Più indietro si collocano le special situations, al 15%, il debito immobiliare al 13% e quello infrastrutturale al 12%. Il dato fornito da Preqin suggerisce che il credito privato viene affrontato soprattutto attraverso segmenti già relativamente strutturati, pur con una significativa attenzione anche a strategie laterali, mentre la distribuzione delle preferenze mostra come il segmento rappresenti ormai un universo articolato e nel quale sia esposizione che profilo di rischio possono essere modulati attraverso strategie differenti. "Stiamo assistendo a una riallocazione delle priorità", spiega Laricchia, che chiarisce come il lending possa beneficiare di strutture a tasso variabile e di una posizione privilegiata

nella struttura del capitale delle società finanziate quando si tratta di strategie senior.

INFRASTRUTTURE:

IL DEBITO SUPERA IL CORE

Anche nel comparto infrastrutturale le intenzioni di investimento si concentrano su alcune strategie ben circoscritte. Il 22% degli investitori con base in Italia indica il core-plus come area di interesse per il 2025, mentre il debito raccoglie il 21%. Seguono i fondi di fondi (17%), le soluzioni core (16%), quelle opportunistiche (10%) e la coppia value added-secondario (entrambi al 7%). Un quadro che evidenzia la predilezione per approcci capaci di combinare caratteristiche relativamente consolidate con la possibilità di ottenere maggior rendimento. E, secondo Laricchia, anche in questo caso c'entra molto il nuovo regime dei tassi: "Ha contribuito a spostare le preferenze lungo la curva del rischio, valorizzando la capacità del segmento di unire orizzonti lunghi all'esposizione a trend strutturali come la digitalizzazione o la transizione energetica". Si tratta di un profilo diverso da quello dell'immobiliare, insomma, dove il debito raccoglie il 40% delle intenzioni mentre quasi tutti gli altri segmenti faticano a superare il 13%.

EUROPA PRIMA

DESTINAZIONE GEOGRAFICA

Se le strategie mostrano una certa articolazione, la geografia degli investimenti appare invece decisamente più concentrata. L'Europa

rimane il principale punto di riferimento per gli LP italiani, con una quota pari al 49% delle intenzioni di investimento nel private equity per i successivi 12 mesi. Seguono gli investimenti globali con il 39%, mentre USA e APAC si fermano rispettivamente all'8% e al 3%. Il dato restituisce un orientamento fortemente regionale e sottolinea come per gli investitori tricolore l'allocazione ai mercati privati non significhi necessariamente ricercare opportunità lontane dal proprio mercato di riferimento. Preqin sottolinea del resto che l'Europa rappresenta circa la metà delle allocazioni 2025 considerando le diverse classi di investimento, mentre le strategie globali mantengono una quota importante e Nord America e APAC restano relativamente marginali. Per Laricchia, il Vecchio Continente rimane dunque "riferimento naturale per gli LP italiani" grazie alla prossimità geografica ma anche alla familiarità con il quadro normativo e alla conoscenza del tessuto imprenditoriale.

BUYOUT E DIRECT LENDING AL CENTRO DEL 2026

Le prime indicazioni relative al 2026 confermano, nel complesso, le preferenze emerse per il 2025 ma con alcuni segnali di evoluzione. Il buyout resta la strategia principale nell'ambito degli investimenti in private equity, indicata dal 24% dei limited partners italiani nel primo trimestre dal 17% rilevato per i successivi 12 mesi. Seguono venture capital, al 18%, e growth, al 14%. Anche nel

private credit il direct lending mantiene il primato, salendo però al 38% delle intenzioni, mentre il mezzanine guadagna terreno e si porta al secondo posto con il 20% dal 17% dell'anno precedente.

LA BASE SI ALLARGA

Il tratto forse più significativo della fotografia di Preqin riguarda però la composizione degli investitori. La crescita dei family office e, più in generale, il maggiore peso degli LP non istituzionali indicano infatti un progressivo ampliamento della platea che guarda ai mercati privati. Il fenomeno non ha ancora prodotto un completo superamento del modello istituzionale, ma sta modificando il profilo della domanda italiana. La conseguenza è un mercato nel quale convivono esigenze differenti, ma che per ora mantiene un orientamento piuttosto riconoscibile. Da un lato, gli investitori continuano a privilegiare private equity, private credit e infrastrutture; dall'altro, all'interno di queste asset class, mostrano una predilezione per strategie come buyout e direct lending, mentre il core-plus assume un ruolo importante nelle infrastrutture. Anche l'orizzonte geografico rimane relativamente stabile: l'Europa conserva il ruolo di principale destinazione, mentre le esposizioni extraeuropee restano più selettive. Il quadro che emerge è quindi quello di un mercato privato italiano in evoluzione, ma ancora fortemente ancorato alle strategie e alle aree geografiche che gli investitori conoscono meglio.



DI > DAVIDE MOSCA

PRIVATE EQUITY: TROVARE VALORE OLTRE I GRANDI DEAL

Small e mid-market buyout, secondaries e biotecnologie restano tra le aree più interessanti secondo Nils Rode, chief investment officer di Schroders Capital.

Più cautela, invece, sulle valutazioni legate all'intelligenza artificiale

La ripresa del private equity è iniziata, ma non corre alla stessa velocità in tutti i segmenti. Dopo una fase lunga di rallentamento, il 2026 si è aperto con segnali più costruttivi: le operazioni sono tornate a crescere, le exit hanno beneficiato di condizioni migliori sui mercati dei capitali e alcune Ipo di grande visibilità hanno riaperto l'ottimismo. Ma la fotografia d'insieme resta più complessa di quanto suggeriscano i dati aggregati. "Il private equity ha iniziato l'anno su basi più solide rispetto alla fine del 2025, ma la ripresa resta molto disomogenea", osserva Nils Rode, chief investment officer di Schroders Capital. Una parte importante del rimbalzo, spiega, è stata generata da poche operazioni di grandi dimensioni, mentre il numero complessivo di deal resta contenuto, il portafoglio di exit ancora da realizzare rimane elevato e la raccolta continua a essere debole, soprattutto nei buyout.

MID-MARKET, DOVE IL PREZZO FA LA DIFFERENZA

In questo scenario, la selezione torna a essere il vero spartiacque. Tensioni geopolitiche elevate, traiettorie ancora incerte per inflazione, tassi e crescita e valutazioni spinte in alcune aree della tecnologia impongono maggiore disciplina. Secondo Schroders Capital, il terreno più interessante resta quello dei segmenti meno

efficienti, in particolare i buyout small e mid-market, con enterprise value inferiori a un miliardo di dollari. Qui la concentrazione di capitale è inferiore rispetto ai grandi fondi e il set di opportunità è più ampio. La differenza si vede anche nei prezzi: nel primo trimestre 2026, i multipli medi di ingresso nei buyout small e mid-market erano pari a 8,4 volte l'Ebitda, contro 14,1 volte per i large buyout e 17,8 volte per il mercato azionario statunitense.

"Questo divario di valutazione è rilevante perché offre più spazio alla creazione di valore proprio mentre l'espansione dei multipli diventa una fonte di rendimento meno affidabile", sottolinea Rode. A rendere il segmento più resiliente contribuiscono anche altre caratteristiche: società spesso più domestiche, meno esposte alla volatilità del commercio globale e con livelli di leva inferiori rispetto alle grandi operazioni di buyout.

LA LIQUIDITÀ PASSA DAI SECONDARIES

Il tema della liquidità continua però a essere centrale. Le exit sono migliorate, ma le distribuzioni restano sotto le medie storiche e molti investitori cercano strumenti per liberare capitale. Da qui il ruolo crescente del mercato secondario, sia attraverso vendite di portafogli da parte degli LP sia tramite operazioni di continuation.

"I continuation vehicle stanno diventando una componente sempre più strutturale del private equity", afferma Rode. Il motivo è duplice: da un lato consentono di mantenere l'esposizione ad asset di qualità con ulteriore potenziale di crescita; dall'altro offrono una finestra di liquidità agli investitori esistenti.

AI, SELETTIVITÀ PRIMA DELL'ENTUSIASMO

Più prudente è invece la lettura sul venture e sul growth capital. Dopo la correzione seguita al 2021, le valutazioni sono risalite in modo significativo e in diversi segmenti si collocano oggi sopra i livelli del ciclo precedente. Il recupero, però, è fortemente concentrato sulle società legate all'AI e sui round più avanzati, dove l'euforia degli investitori ha portato i prezzi su livelli elevati.

"L'intelligenza artificiale continua a rappresentare un'opportunità di lungo periodo, ma proprio per questo serve maggiore selettività", mette in guardia Rode. Le aree in cui le aspettative appaiono scollegate dai fondamentali richiedono cautela. Le opportunità più interessanti possono emergere nelle fasi iniziali e in settori dove l'innovazione resta solida ma le valutazioni non hanno subito la stessa espansione, come la biotecnologia.

PAOLO FRANCO >
Ersel



DAVIDE SACCONI >
Quaestio Capital SGR



VISION.FOCUSRISPARMIO.COM



Come si sceglie un fondo quando le performance non compaiono su nessun listino, i dati restano riservati e il track record racconta solo una parte della storia? È la domanda con cui i fund selector devono fare i conti sempre più spesso. Gli alternativi non sono più una nicchia ma un tassello sempre più presente nei portafogli. La crescita dell'offerta ha moltiplicato le opportunità, ma anche la complessità: non basta più individuare un buon fondo, occorre costruire nel tempo un'esposizione coerente, diversificata e sostenibile. In Ersel il punto di partenza è quasi un manifesto: "Nei mercati privati il gestore conta più dell'asset class", dice subito Paolo Franco, responsabile Private Markets della società. La selezione si concentra quindi sulla qualità del team, sulla stabilità della piattaforma e sulla capacità di generare valore nei diversi cicli di mercato, mentre il track record diventa un punto di partenza più che di arrivo. Ciò che conta è capire come i risultati siano stati ottenuti e quanto siano replicabili. Scegliere il singolo fondo, per quanto accurata sia l'analisi, però non basta. "La vera creazione di valore nasce dalla costruzione del portafoglio", sottolinea Franco, che richiede diversificazione per approcci, profili di rischio e vintage. Ersel guarda con interesse al private debt italiano, a strategie di private equity specializzate affiancate a buy-out più tradizionali, e osserva con crescente attenzione il mercato secondario, capace di accelerare l'impiego del capitale e ridurre gli effetti

della J-Curve. Anche le strutture evergreen entrano nel radar, a patto che la ricerca di maggiore liquidabilità non comprometta la qualità degli attivi. La sintesi è netta: "Il successo non dipende dall'individuazione del fondo vincente in un determinato anno, ma dalla costruzione di un programma di investimento disciplinato, diversificato e strutturalmente solido nel tempo".

LA LEZIONE DEGLI HEDGE FUND

Se per i mercati privati la parola d'ordine è pazienza, per gli hedge fund il bivio iniziale riguarda lo scopo: "Il primo passo nella selezione non è individuare il prodotto migliore in assoluto, ma definire quale funzione debba svolgere in portafoglio", spiegano Davide Sacconi e Lorenzo Barbero, rispettivamente head of Managers Selection & ESG e Investment analyst di Quaestio Capital SGR. Il termine di paragone è il portafoglio long-only già in mano all'investitore, spesso concentrato su pochi grandi premi al rischio ed esposto proprio nelle fasi di stress, quando le correlazioni salgono e la diversificazione si assottiglia. Da qui parte la due diligence vera e propria, che per i due professionisti muove da un principio semplice quanto tagliente: "L'alpha nasce sempre da un'inefficienza e ognuna di esse porta con sé un rischio". Che si tratti di micro-anomalie tecniche, competenza settoriale profonda o aggregazione di strategie nei grandi multi-strategy,

GABRIELE MONTALBETTI >
Consultinvest SGR





la domanda resta la stessa: il rendimento atteso retribuisce adeguatamente il rischio assunto? Solo a quel punto entrano in gioco le commissioni, perché “fee elevate sono giustificate quando remunerano alpha vero”. I due analisti riprendono una domanda della letteratura accademica, quella posta da Titman e Tiu: i migliori hedge fund fanno davvero hedging? La loro risposta non lascia spazio a equivoci: “Chi dispone

Romoli, head of Private Markets della società, che affianca a questi criteri un'attenzione particolare alle competenze verticali dei gestori nei rispettivi segmenti. La diffusione delle soluzioni evergreen, osserva Romoli, ha aggiunto un livello di analisi in più: non basta una strategia di qualità, serve valutare la solidità dell'intera piattaforma, la capacità di generare un deal flow costante e di gestire con efficienza i flussi di liqui-

sottostante. Il principio guida resta comunque uno solo: “La qualità della strategia deve sempre precedere le considerazioni di natura distributiva”, spiega. “In un mercato in cui l'offerta si amplia e le modalità di accesso si moltiplicano, il valore della selezione sta proprio nella capacità di distinguere tra le diverse opportunità e individuare quelle in grado di trovare una collocazione coerente all'interno del portafoglio”.

libertà lasciata ai gestori rispetto ai mercati pubblici, che genera una variabilità di risultati molto più ampia tra strategie apparentemente simili e spinge l'investitore verso una diversificazione più marcata. Gli alternativi restano comunque uno strumento prezioso, capace di offrire diversificazione rispetto a titoli quotati e, potenzialmente, un extra rendimento legato a minore liquidità e maggiore complessità. Ma è un terreno che richiede consapevolezza, tanto più oggi che l'accesso si allarga oltre gli investitori istituzionali.

“La normativa si sta evolvendo verso una maggiore democratizzazione degli investimenti privati, finora riservati in larga parte agli investitori istituzionali”, ricorda Montalbetti, che invita a non snaturare le caratteristiche dei prodotti pur di ampliarne la distribuzione. Un monito che le cronache recenti rendono tutt'altro che teorico: “Le recenti richieste di rimborso registrate da alcuni veicoli di private debt, e il conseguente ricorso a limiti o dilazioni, mostrano quanto sia delicato conciliare attività intrinsecamente illiquide con finestre periodiche di uscita in un contesto di maggiore preoccupazione degli investitori”, commenta.

Il filo conduttore che emerge, tuttavia, è sempre lo stesso: nei mercati privati non esistono scorciatoie. C'è solo il tempo, la disciplina e la capacità di capire, prima ancora di scegliere il fondo giusto, quale rischio si sta davvero comprando.

PRIVATE MARKET, L'ARTE DELLA SELEZIONE

Track record, allineamento di interessi, architettura aperta: come si costruisce oggi un portafoglio di alternativi tra fondi chiusi ed evergreen

di un'informazione o di una capacità autentica non ha bisogno di appoggiarsi al beta per dimostrarla, chi invece ne ha bisogno rischia di farla pagare troppo”.

DALL'ARCHITETTURA APERTA ALLA TOTAL PORTFOLIO ALLOCATION

Anche in Sella SGR la selezione parte dai general partner, con un approccio multi-manager in architettura aperta. “Track record, qualità e stabilità del team e solidità del processo di investimento sono elementi imprescindibili”, afferma Federico

dità. È un cambio di paradigma che riguarda anche il modo di costruire l'esposizione in portafoglio. Grazie a soluzioni a capitale permanente accessibili in modo continuativo, sostiene Romoli, “diventa così possibile ragionare in termini di Total Portfolio Allocation”, superando la logica del singolo fondo e della singola finestra di raccolta, a favore di un'esposizione costruita nel tempo tenendo conto di orizzonte, rischio e liquidità del cliente. Fondi chiusi ed evergreen, però, non si escludono: possono convivere, ciascuno nel ruolo più coerente con il proprio

SELEZIONE PIÙ COMPLESSA

C'è poi un problema, meno raccontato ma decisivo: come si misura davvero la performance nei mercati privati? Gabriele Montalbetti, director di Consultinvest SGR, parte da qui. L'analisi quantitativa tradizionale si scontra con dati non pubblici e benchmark deboli. “Per questo tipo di strategie di solito non esistono indici di mercato e i pochi disponibili danno solo un'indicazione di massima, ben lontana da quelli su azioni o obbligazioni”. A complicare il quadro, la maggiore

INTERVISTA

DI > ANTONIO POTENZA

OBBLIGAZIONARIO E PRIVATE CREDIT, LA SELEZIONE TORNA AL CENTRO

**All'interno del format di
FR|Vision Asset Radar, Adriano
Nelli (PIMCO) e Roberto Arosio
(Banca Aletti) analizzano
un mercato segnato da
frammentazione, volatilità
e nuovi fabbisogni di capitale.**

Qualità, liquidità e gestione
attiva diventano decisive.
Mentre l'asset-based finance
amplia il credito privato oltre
il direct lending

Un ordine globale meno cooperativo, più frammentato e dominato dalla ricerca di sicurezza. È lo scenario da cui parte la nuova puntata di Asset Radar, il format di FR|Vision che mette a confronto gestori e fund selector. Scenario descritto da Adriano Nelli, responsabile per l'Italia di PIMCO, in dialogo con Roberto Arosio, responsabile Investimenti e Wealth Management di Banca Aletti Private Bank e Investment Center del Gruppo Banco BPM, che prende le mosse dall'attualità, inserita però in uno sguardo secolare, cioè con un orizzonte temporale che va dai cinque ai dieci anni. L'esperto richiama l'analisi del Secular Outlook di PIMCO, "Punto di rottura e resilienza", per sottolineare questo cambiamento strutturale che economie globali e mercati stanno affrontando. "Siamo arrivati a un punto di rottura: il concetto di sicurezza ha preso il posto di quello di efficienza", afferma. Una trasformazione destinata a produrre vincitori e vinti tra Paesi, settori e aziende, rendendo meno efficace un'esposizione indistinta ai mercati. Da questo scenario discende, per l'esperto, il ritorno della gestione attiva. "Con rendimenti di partenza già interessanti, PIMCO preferisce la parte alta della struttura del capitale e gli strumenti più liquidi e di maggiore qualità", afferma Nelli, evitando di assumere rischio senza

un premio adeguato. Così che "la liquidità diventa una asset class vera e propria: non solo attutisce la volatilità, ma consente al gestore di intervenire quando il mercato chiede liquidità". Sul fronte della selezione, Arosio parte con il ricordare la funzione che ogni strategia deve svolgere. "La selezione parte sempre dal profilo del cliente. Nei portafogli core contano soprattutto il comportamento nelle fasi di stress, la capacità di diversificare" spiega l'esperto. "Negli ultimi anni", aggiunge, "le strategie flessibili e diversificate hanno creato valore, mentre l'allocazione si è spostata anche verso gli emergenti in una logica blend". Ma anche verso la sempre comune esplorazione del private credit, un universo ormai troppo ampio per essere identificato come nicchia, o "soltanto con il direct lending" chiosa Nelli. "Ridurre il debito privato ai soli prestiti diretti alle imprese significa

non coglierne l'intero potenziale", sottolinea l'esperto. Tra i segmenti più interessanti indica l'asset-based finance: finanziamenti legati ad attività reali o flussi identificabili, come auto, macchinari, aerei, credito al consumo e prestiti per l'istruzione. "Garanzie contrattuali, tassi di recupero potenzialmente più elevati e rimborso progressivo del capitale sono gli elementi distintivi rispetto ai prestiti bullet". Lato selezione, per Arosio, il credito privato ha ormai un ruolo strategico nell'asset allocation, ma richiede selezione, diversificazione e pesi coerenti con il profilo del cliente. "Bisogna fare una buona consulenza: corretta selezione, corretta pesatura e diversificazione delle strategie". In un mercato in crescita, conclude Arosio, si può allora ben pensare che il valore non derivi da una semplice esposizione a questa asset class, dalla capacità di combinarne segmenti, aree geografiche e strutture, trasformando l'illiquidità da vincolo a premio consapevolmente gestito.



QR CODE
SCAN



C'È ANCORA POSTO PER GLI ALTERNATIVI LIQUIDI?

La crisi del portafoglio 60-40 riaccende l'interesse per la diversificazione, ma questi strumenti faticano a riconquistare gli investitori. Tra strategie che hanno perso appeal e casi di successo che faticano a uscire dalla nicchia, il settore deve fare i conti con complessità, costi e capacità di generare alpha

Quando il classico portafoglio bilanciato va sotto stress, gli investitori tornano a guardare ad asset e strategie alternative. Mercati privati, materie prime, criptovalute: sono queste le aree più ricercate dagli investitori negli ultimi anni. Ma che fine hanno fatto gli alternativi liquidi? Questo settore del risparmio gestito

ha conosciuto una forte espansione dopo la crisi finanziaria del 2008, quando era forte la domanda di strumenti capaci di limitare le perdite nelle fasi negative e generare rendimenti indipendenti dall'andamento di azioni e obbligazioni. Nel tempo, però, molte di queste promesse sono rimaste tali.

DIVERSIFICAZIONE CERCASI

A marzo 2026 il cosiddetto 60-40, che poi in Europa è spesso un 50-50, ha affrontato un mini-stress test che ha ricordato, seppur in misura minore, quanto accaduto nel 2022. La discesa simultanea di azioni e obbligazioni ha infatti messo sotto pressione il principale presupposto del portafoglio

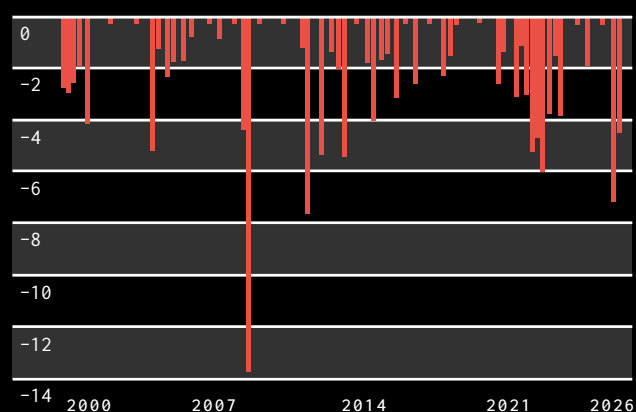
Perdita media di oro, azioni e obbligazioni globali nei mesi di flessione sincronizzata delle tre asset class

Media mobile a 3 anni dei valori percentuali

Dati in USD al 15/09/2026

Indici: S&P GSCI Gold, Morningstar Global Target

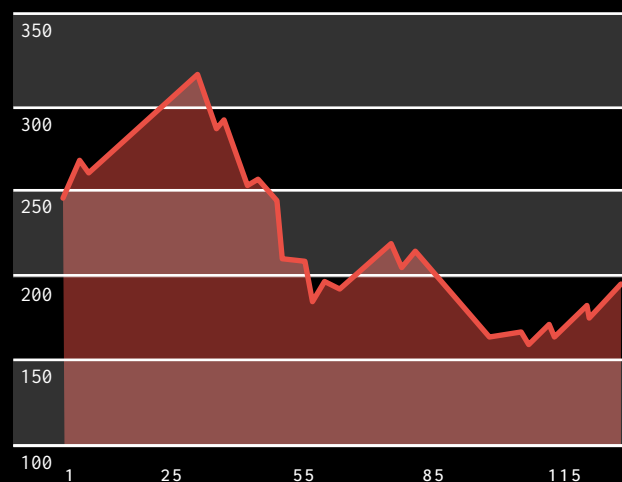
Market Exposure, Morningstar Global Core Bond



Patrimonio investito nei fondi alternativi europei

Dati in miliardi di euro al 15/09/2026

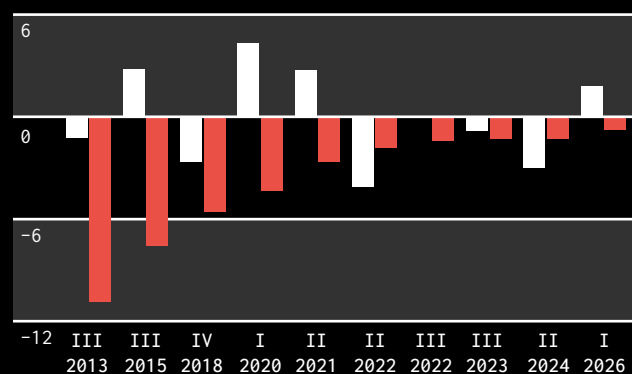
Fondi ed ETF domiciliati in Europa, esclusi fondi-di-fondi, feeder, monetari. Include fondi non più attivi



Performance media della categoria Morningstar Systematic Trend EUR nei dieci peggiori trimestri per l'indice Morningstar Euro Moderate Global Target Allocation

Media categoria Morningstar Systematic Trend EUR

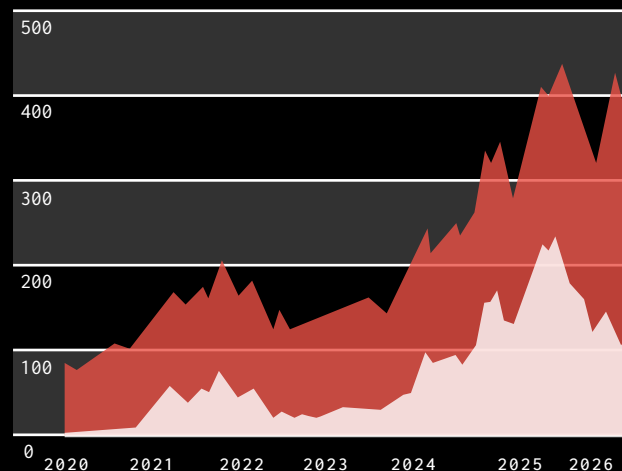
Indice Morningstar Euro Moderate Global Target Allocation



Patrimonio investito a livello globale nelle categorie 'Trading' e 'Digital Assets'

Dati in EUR al 15/09/2026.

Digital Assets Trading



bilanciato tradizionale: la decorrelazione tra le due asset class. Uno scenario al quale è andato a sommarsi il calo dell'oro, innescando una combinazione che ha complicato ulteriormente il quadro e che potrebbe farsi ancora più problematica nell'ipotesi in cui l'inflazione dovesse rimanere elevata più a lungo del previsto. Non sorprende, quindi, che l'attenzione degli investitori verso i mercati e le strategie alternative resti alta. Tra queste, proprio le strategie hedge fund in formato UCITS potrebbero rappresentare una buona opzione per chi cerca diversificazione senza sacrificare la liquidità. Eppure, i numeri sulla raccolta raccontano una storia piuttosto diversa.

IL FASCINO PERDUTO DEGLI ALTERNATIVI LIQUIDI

I fondi liquid alternative sono in realtà rimasti indietro, in Europa come nel resto del mondo, e non hanno partecipato al boom che ha interessato altre aree del mercato. La fotografia sui flussi verso i fondi ed ETF del Vecchio Continente restituisce l'immagine di un settore che stenta a riconquistare la fiducia degli investitori, con un patrimonio gestito ben lontano dai massimi raggiunti nel 2018. I rialzi dei tassi hanno certamente pesato, perché molte strategie alternative appaiono meno attraenti quando liquidità e obbligazioni tornano a offrire rendimenti, ma il problema non è solo ciclico. Negli ultimi anni diversi protagonisti del settore hanno perso rapidamente terreno e in qualche caso sono addirittura usciti completamente dal mercato.

ECCEZIONI ALLA REGOLA

Eppure, non tutti gli alternativi liquidi

hanno deluso. Anzi, alcune strategie hanno continuato a fornire protezione nei momenti di difficoltà degli asset tradizionali. Le soluzioni sistematiche di trend following, ad esempio, continuano a mostrare una certa utilità come strumento di diversificazione: si tratta di fondi che investono su tutte le principali classi di attivo, seguendo l'andamento dei prezzi indipendentemente dalla loro direzione. La categoria aveva già difeso i portafogli nel 2022, cavalcando la corsa delle materie prime e dei tassi, ma si è comportata bene anche in questa prima parte del 2026. Naturalmente non rappresentano una soluzione universale perché, tra gli altri motivi, tendono a soffrire quando il vento gira all'improvviso o i mercati si muovono senza una tendenza chiara, ma è curioso notare come restino ancora una nicchia: contano ancora poco più di 14 miliardi di euro di masse, meno di quelle investite nei fondi dedicati alle azioni del settore biotecnologia.

LE CAUSE

Ma perché tanti alternativi liquidi hanno deluso? Sebbene come detto le cause siano in parte cicliche, alcune hanno ragioni più strutturali. La prima è la complessità: una strategia problematica da analizzare è spesso difficile da usare efficacemente in un portafoglio diversificato e, quando gli investitori non capiscono bene uno strumento, finiscono per comprarlo o venderlo nei momenti sbagliati. Questi fondi promettono in effetti molto, dalla liquidità alla diversificazione fino a rendimenti regolari: tutti obiettivi impegnativi da coniugare e che rendono difficile ma anche costoso, a livello di competenze, gestire l'esposizione nel tempo. La seconda

caratteristica riguarda il capitale umano: le strategie alternative dipendono in misura maggiore dalla capacità dei gestori di generare alpha, ma proprio i fund manager migliori sono spesso attratti dagli hedge fund o dai grandi 'pod shop', in grado di offrire compensi e incentivi difficili da eguagliare per le società tradizionali. Infine, non manca il tema degli oneri. Commissioni elevate e costi di transazione possono infatti erodere una quota significativa dei rendimenti, riducendo il beneficio netto per l'investitore finale, oggi più che mai attento alle spese.

I TREND DEL MOMENTO

Se il sentiment sulle strategie liquide resta tiepido, altre aree del variegato mondo alternativo stanno correndo. Oltre ai mercati privati e ai fondi semiliquidi, in crescita nonostante una tendenza di lungo periodo che premia strumenti trasparenti e a basso costo come gli ETF, a livello mondiale gli investitori hanno favorito asset più consolidati: dall'oro a strumenti più recenti, come il Bitcoin. Ed è cresciuto moltissimo anche l'interesse per le strategie su opzioni pensate per generare reddito. Parallelamente si osserva però anche una forte espansione dei prodotti a leva, soprattutto negli Stati Uniti e in Corea del Sud. Il patrimonio investito nei comparti che amplificano i movimenti di breve periodo degli indici azionari è più che raddoppiato negli ultimi tre anni, un segnale da osservare con attenzione. Insomma, l'appetito del mercato per soluzioni nuove e non tradizionali resta vivo, anche se spesso più che alla diversificazione si guarda semplicemente al prossimo tema di mercato.



LA GEOPOLITICA HA PRESO IL CONTROLLO DELLE MATERIE PRIME

Non è più una questione di domanda e offerta. Oggi sono i blocchi navali, le sanzioni e le rotte deviate a riscrivere i prezzi delle commodity. Ecco la strategia 'barbell' per proteggere il portafoglio da ogni evoluzione della crisi

Una petroliera che devia rotta, un corridoio di grano sotto attacco, un dazio annunciato all'improvviso. Quest'anno sono bastati questi ingredienti per spostare i prezzi delle commodity più di qualsiasi report su domanda e offerta. "La geopolitica è ormai una delle principali forze che determinano l'andamento dei prezzi delle materie prime", osserva George Cotton, portfolio manager del JSS Transition Enhanced Commodities Fund di J. Safra Sarasin. Per chi costruisce portafogli, la domanda non è più se includere le commodity, ma come farlo senza scommettere tutto su un solo scenario.

Kerstin Hottner, head of Commodities di Vontobel, parte da un dato di fatto: "Le tensioni geopolitiche, il deterioramento dei conti pubblici e le crescenti preoccupazioni riguardo alla sostenibilità del debito continuano a rafforzare le ragioni a favore di un'esposizione strategica alle materie prime", che offrono

diversificazione e protezione dagli shock inflazionistici e geopolitici. Sull'oro, ad esempio, resta ottimista: agosto ha ricordato che "la dinamica di svalutazione monetaria che ha dominato gran parte del 2025 è lungi dall'essere conclusa". Il metallo giallo ha continuato ad apprezzarsi nonostante l'aumento dei rendimenti obbligazionari, una correlazione che storicamente avrebbe pesato sui prezzi. "I rendimenti e il dollaro non sono più gli unici fattori trainanti dell'oro", dice l'esperta, "gli investitori si stanno concentrando su ciò che questi segnalano in merito alla fiducia nel quadro fiscale e monetario".

Per Hottner, "i 4.000 dollari per oncia rappresentano un livello minimo significativo, sostenuto dalla continua domanda da parte delle banche centrali", ed eventuali debolezze andrebbero lette "come un'opportunità per aumentare l'esposizione strategica". Anche Cotton legge il rally

nella stessa chiave: "Il rialzo del lingotto registrato quest'anno riflette sempre più il malcontento riguardo al debito pubblico e alla sostenibilità fiscale", con i costanti acquisti da parte delle banche centrali a rafforzarne il ruolo di copertura contro il deprezzamento della moneta. "Questo è il sostegno strutturale che gli investitori a lungo termine cercano".

SCOMMESSA A DOPPIO BINARIO SU HORMUZ

Sul greggio, Hottner non si aspetta un accordo significativo tra gli Stati Uniti e l'Iran nel breve termine: la vera variabile resta quanto petrolio continui a transitare per lo stretto di Hormuz, con flussi ancora sotto i livelli pre-conflitto e scorte globali in calo. Non un balzo improvviso dei prezzi, dunque, ma "un incremento graduale ma sostenuto". Rick de los Reyes, sector portfolio manager di T. Rowe Price, arriva a una conclusione operativa: "La persistente

chiusura dello stretto di Hormuz ha creato un mercato delle commodity a due direzioni", ed è più opportuno "mantenere un'esposizione a entrambi gli scenari, anziché scommettere su una singola evoluzione della crisi". Sul fronte delle materie prime sensibili a Hormuz, il petrolio resta "il beneficiario più diretto di una prosecuzione della chiusura dello stretto", con circa un quinto dei flussi globali coinvolto. "Mantenere un'esposizione al greggio attraverso futures, azioni dei produttori o fondi energetici diversificati, offre una copertura contro il protrarsi delle interruzioni delle forniture", consiglia. Ancora più esposto, poi, è il gas naturale liquefatto. Il Qatar "trasporta quasi interamente i propri volumi attraverso Hormuz", e un'interruzione aggraverebbe un mercato del gas già sotto pressione. Anche i prodotti raffinati meritano un capitolo a parte: capacità di raffinazione danneggiata e rotte alternative più



lunghe “hanno mantenuto elevati i crack spread”, indipendentemente dal petrolio. Cotton conferma coi numeri: il crack spread del diesel europeo “ha superato per la prima volta nella storia i 100 dollari al barile”, complice il divieto russo alle esportazioni e il calo delle scorte.

Sul lato opposto della barbell, de los Reyes individua le commodity che trarrebbero vantaggio da una risoluzione del conflitto. Il rame è “il beneficiario più evidente”. Attività industriale, trasporto marittimo e investimenti infrastrutturali accelererebbero con il rischio geopolitico in calo, rendendolo “una copertura naturale rispetto a uno scenario di pace”. Seguono l'uranio, che potrebbe vedere accelerare “i progetti di investimento e il riavvio dei reattori” rinviati per l'incertezza, e il legname, legato all'edilizia e al costo del finanziamento. In sintesi, per T. Rowe Price, “una strategia barbell che combini commodity esposte a Hormuz con materie prime sensibili alla risoluzione della crisi consentirebbe a un portafoglio di beneficiare sia di uno scenario di proseguimento della crisi sia di uno scenario di risoluzione”.

LA NUOVA MAPPA DEI RISCHI

A parlar di rame, Cotton offre il dettaglio più granulare. Il metallo “ha registrato un rialzo di quasi il 50% nell'ultimo anno”, con gli importatori che accumulano scorte negli Stati Uniti in vista di possibili nuovi dazi, mentre altrove gli approvvigionamenti si riducono. A questa tensione

geografica si somma una carenza a monte. “La produzione mineraria è rimasta al di sotto delle aspettative e le fonderie stanno ora pagando le società minerarie per assicurarsi una quantità sufficiente di concentrato da lavorare”, spiega l'esperto. “Gli sforzi a lungo termine volti a ridurre la dipendenza da un unico fornitore di metalli critici costituiscono un ulteriore fattore di sostegno”, aggiunge. “Il settore continua a beneficiare di una domanda costante legata alla transizione energetica”.

Anche l'agricoltura, poi, entra nella mappa dei rischi geopolitici. Per Hottner, l'escalation del conflitto Russia-Ucraina continua a minacciare le esportazioni di cereali, mentre il caldo secco ha inciso sulle rese: cacao, zucchero e caffè appaiono “particolarmente esposti ai rischi di approvvigionamento legati alle condizioni meteorologiche”. Cotton aggiunge un tassello spesso trascurato: la politica sui biocarburanti, con le norme di miscelazione di etanolo e biodiesel, che incidono sulla domanda di mais, soia e zucchero “con la stessa certezza con cui il blocco di uno stretto influisce sui prezzi del greggio”. La conclusione è una questione di metodo più che di previsione: “La tesi di investimento a favore delle materie prime si fonda sulla diversificazione”. Distribuire l'esposizione tra energia, metalli e agricoltura, invece di inseguire di volta in volta il tema del trimestre, è ciò che permette a un portafoglio di reggere l'urto. Ovunque la prossima disruption dovesse materializzarsi.





DAL 'CRYPTO WINTER' ALLA PROVA DEL NUOVO CICLO

Dopo aver perso quasi la metà del suo valore dai record 2025, il Bitcoin è tornato a correre. Ma il mercato di oggi è cambiato. Gli investitori istituzionali hanno conquistato un peso crescente e il tradizionale copione dei quattro anni potrebbe non ripetersi allo stesso modo

Per quasi 15 anni, il Bitcoin ha abituato gli investitori a ragionare per blocchi quadriennali, scanditi dai cosiddetti 'halving'. Il copione sembra essere sempre lo stesso: raggiunto un nuovo record, circa 18 mesi dopo il dimezzamento della ricompensa dei miner, le quotazioni crollano, per poi ricominciare un nuovo ciclo rialzista verso nuovi massimi storici. L'ultimo 'guinness', di poco superiore a 126mila dollari, è stato raggiunto a ottobre 2025. Da allora le quotazioni si sono praticamente

dimezzate, fino a raggiungere un minimo relativo a circa 64mila dollari, mentre la capitalizzazione complessiva delle criptovalute è passata da 4.400 a 2.200 miliardi. Numeri da 'crypto winter'. Negli ultimi mesi, però, qualcosa è cambiato. I grandi operatori istituzionali hanno iniziato a chiudere le loro posizioni short e il Bitcoin è risalito fino a 80mila. E ora ci si chiede se questo sia il segnale di una nuova primavera per la moneta di Satoshi Nakamoto e quindi dell'avvio di un nuovo ciclo in vista

del prossimo halving, che secondo le stime arriverà ad aprile 2028.

La risposta potrebbe però essere meno scontata di quanto suggerisca la storia. Dovile Silenskyte, director of Digital Assets Research di WisdomTree, sottolinea infatti come il mercato in cui si è sviluppata l'ultima correzione sia profondamente diverso da quello dei precedenti 'inverni', quando lo scenario era dominato soprattutto dagli investitori retail e la presenza istituzionale era ancora limitata. Anche la regolamentazione

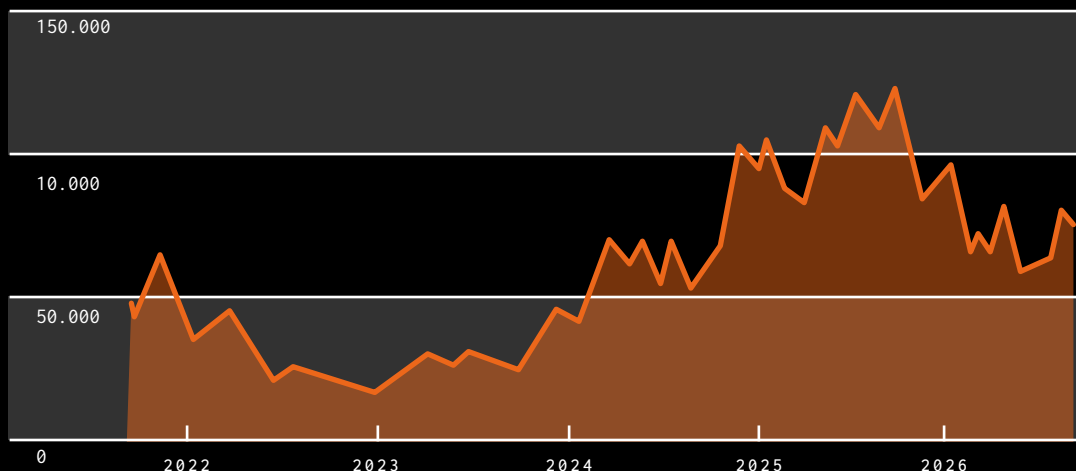
era meno sviluppata e le fasi di crisi finivano spesso per portare alla luce un ricorso eccessivo alla leva finanziaria, la fragilità di alcuni intermediari e la scarsa sostenibilità di diversi modelli di business.

Oggi il quadro è cambiato. Il contesto normativo si è fatto più definito e gli investitori istituzionali hanno assunto un peso maggiore. Basta guardare a chi possiede Bitcoin. ETP ed Exchange, società quotate, governi, imprese private e finanza decentralizzata detengono complessivamente

CINQUE ANNI DI BITCOIN

DATI IN DOLLARI

Fonte: Google Finance





circa 4,1 milioni di Bitcoin: quasi il 20% dei 21 milioni che potranno essere creati. Una trasformazione che, secondo Silenskyte, rende meno affidabile il semplice confronto con i cicli precedenti.

I prossimi segnali potrebbero arrivare direttamente dai prezzi. Ad agosto, il Bitcoin è cresciuto di circa il 25%, tornando sopra le medie mobili a 50 e 200 giorni. Ora, da un punto di vista tecnico, l'attenzione si è spostata sulla fascia di prezzo compresa tra 80.000 e 82.500 dollari, un livello che ha un significato particolare per Eliézer Ndinga, head of Research di 21Shares, perché coincide con il costo medio di carico dei detentori degli ETF spot statunitensi sul Bitcoin: "Una chiusura settimanale sopra 82.500 dollari è ciò che maggiormente ci aiuterebbe a distinguere tra una vera ripresa e un semplice rimbalzo all'interno di un mercato ribassista".

Al momento, comunque, il recupero non sembra accompagnato da

eccessi speculativi. Il rialzo è stato alimentato soprattutto dalla domanda spot, senza che sui future siano riapparsi gli eccessi di leva che hanno accompagnato altre fasi di euforia. Dall'altro lato, l'aumento degli acquisti attraverso gli ETF va interpretato con cautela. Marc Des Ligneris, managing director & senior portfolio manager di CoinShares, sottolinea che una parte dei capitali confluiti in questi strumenti non rappresenta una vera e propria scommessa sul rialzo del Bitcoin. Alcuni investitori hanno acquistato exchange traded fund per sfruttare la differenza tra il prezzo della criptovaluta e quello dei contratti future, realizzando un guadagno indipendentemente dalla direzione presa dalle quotazioni. "I consistenti deflussi registrati tra giugno e luglio sono ancora lontani dall'essere completamente recuperati e la reale riesposizione al mercato resta relativamente marginale". I flussi verso tali strumenti, quindi, non indicano

necessariamente che gli investitori siano tornati a puntare con decisione sulla crescita del Bitcoin.

Oggi, dunque, il mercato si trova in equilibrio tra segnali di ripresa e resistenze ancora da superare. Il recupero dell'ultimo mese ha portato alcuni indicatori tecnici nella cosiddetta zona di ipercomprato, aprendo a una fase di consolidamento. Una parte della partita si gioca però fuori dal mercato delle criptovalute. La politica monetaria americana è una delle variabili destinate a condizionare il movimento dei prossimi mesi e il Bitcoin potrebbe continuare a muoversi lateralmente finché non emergeranno indicazioni più chiare sull'andamento dell'inflazione e, di conseguenza, sulle prossime mosse della Federal Reserve.

Il legame tra politica monetaria e la criptovaluta passa soprattutto attraverso la liquidità. Des Ligneris osserva che la scelta del Tesoro statunitense di concentrare maggiormente le emissioni sul tratto breve

della curva rende il costo di rifinanziamento del debito più sensibile alle decisioni sui tassi. Nel medio periodo potrebbero quindi aumentare le pressioni per mantenere più basso il costo del denaro, uno scenario favorevole agli asset maggiormente sensibili alla disponibilità di liquidità, Bitcoin compreso.

Prima di parlare di un nuovo ciclo rialzista, però, restano alcuni livelli da conquistare. Ndinga indica nella tenuta dell'area 76-78mila dollari, in una Federal Reserve neutrale e nella prosecuzione degli afflussi negli ETF le condizioni che potrebbero permettere al Bitcoin di superare la fascia 81-82mila e tornare verso il massimo del 2026, collocato intorno a 98mila dollari. Solo allora si potrà cominciare a capire se l'asset digitale sia davvero entrato in un nuovo ciclo rialzista, continuando a seguire il consueto schema quadriennale, o se il crescente peso degli investitori istituzionali ne abbia ormai modificato le dinamiche.

CINQUE ANNI DI ETHEREUM

DATI IN DOLLARI

Fonte: Google Finance

