

*Dipartimento di Scienze Economiche
e Politiche*

**UNIVERSITÀ DEGLI
STUDI DELLA
VALLE D'AOSTA**

Anno Accademico 2025/2026



Cattedra di:

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

**“CREDITO PRIVATO E
COMMERCIALE: UNO SGUARDO
CRITICO”**

Relatore:

**MARIA DEBORA
BRAGA**

Candidato:

**ALESSANDRO
ALLERA LONGO**

Tesi di Laurea in:

**ECONOMIA E
MANAGEMENT**

INDICE

INTRODUZIONE	3
1. L'Ipotesi di Fondo: Verso una Nuova Crisi Sistemica	3
2. La Crisi Strutturale del Commercial Real Estate: Genesi e Propagazione	4
CAPITOLO I	11
IL QUADRO REGOLAMENTARE E LE DINAMICHE DI VIGILANZA	11
1.1 L'architettura della Circolare N. 288/2015 della Banca d'Italia	11
1.2 L'evoluzione degli Accordi di Basilea e la genesi dei vincoli prudenziali	12
1.3 Lo spostamento dei flussi creditizi verso il sistema non regolamentato	13
CAPITOLO II	14
LA CLASSIFICAZIONE DEL CREDITO E I MODELLI DI RISK ALLOCATION	14
2.1 Classificazione delle linee di credito e criteri di rilevazione contabile	14
2.2 Gli strumenti di tolleranza (Forbearance) e i vincoli di monitoraggio	16
2.3 Indicatori e soglie di rilevanza nell'underwriting di Finaosta	17
2.4 Effetto contagio e meccanismi di allocazione contabile (IFRS 9)	17
CAPITOLO III	19
IL RUOLO STRATEGICO DI FINAOSTA S.P.A. NEL TESSUTO ECONOMICO REGIONALE	19
3.1 Inquadramento istituzionale e modello operativo della finanziaria di sviluppo	19
3.2 Analisi degli indicatori patrimoniali e performance finanziarie	20
3.3 Il modello dei controlli interni e la funzione strategica del Risk Management	21
3.4 Processi di monitoraggio andamentale e criteri di classificazione del portafoglio crediti	22
3.5 Indicatori Patrimoniali e Reddittuali del Debitore	23
3.6 Indicatori da Centrale Rischi (CR) e Anagrafici	23
3.7 Indicatori di Gestione dei Mutui e delle Garanzie	24
CAPITOLO IV	25
IL MERCATO DEGLI HYPERSCALER	25
4.1 Il Paradigma del Credito Privato (Private Credit) nel Settore Infrastrutturale	25
4.2 Blue Owl: La Cartolarizzazione del Canone di Locazione e la Liberazione di Capitale	26
4.3 BlackRock e la Sintesi tra Debito, ESG e Infrastruttura Energetica	26
4.4 Apollo: L'Utilizzo del Capitale Assicurativo come Debito a Lungo Termine Tattico	27
4.5 Impatto Strutturale sul Mercato Immobiliare Commerciale	28
CAPITOLO V	29
CRISI DI LIQUIDITÀ, FENOMENO DEL "GATING" E TENDENZE DI DE-RISKING NEI MERCATI PRIVATI GLOBALI	29
5.1 Il Contesto Immobiliare Europeo: Il Precedente UBS e l'Esigenza di Svalutazione	29
5.2 L'Espansione del "Gating" nel Private Credit Statunitense: L'Erosione della Qualità	

del Credito	30
5.3 Implicazioni Sistemiche, Rischi Regolamentari e Prospettive Future	30
CAPITOLO VI	32
CASE STUDY: APPLICAZIONE DEI MODELLI DI RISCHIO BANCARIO AI PORTAFOGLI DI PRIVATE CREDIT PER INFRASTRUTTURE HYPERSCALER	32
6.1 Premessa Metodologica e Perimetro della Simulazione	32
6.2 Scenario A — DataCloud Alpha: Anatomia di un Finanziamento da 500 Milioni	33
6.3 La Macchina degli Accantonamenti: IFRS 9 in Azione su DataCloud Alpha	38
6.4 Scenario B — Project Phoenix: Quando Google Affitta il Tuo Data Center da €850 Milioni	41
6.5 Il «Purgatorio Normativo»: Gestione della Crisi nei Due Modelli	42
6.6 Il Rischio Nascosto: Fragilità Sistemica del Modello Private Credit	44
6.7 Conclusioni del Case Study: Il Gap Normativo Come Rischio Latente	45
CAPITOLO VII	46
CONCLUSIONE — IL SISTEMA AL BIVIO: ANATOMIA DI UNA CRISI ANNUNCIATA E LE SUE CONSEGUENZE GLOBALI	46
I. La Convergenza dei Rischi: Dal Locale al Sistemico	46
II. Lo Scenario Prospettico: Tre Possibili Traiettorie	46
Traiettorie 1 — Il Soft Landing Regolamentare (Scenario Ottimistico)	46
Traiettorie 2 — La Crisi di Liquidità Amplificata (Scenario Base)	47
III. Il Canale di Trasmissione Globale: Perché l'Europa è Vulnerabile	48
Traiettorie 3 — La Crisi Sistemica Profonda (Scenario Pessimistico)	48
IV. L'Italia e il Ruolo degli Intermediari Vigilati nel Prossimo Ciclo	49
V. La Lezione di Minsky per il 2026	49

INTRODUZIONE

1. L'Ipotesi di Fondo: Verso una Nuova Crisi Sistemica

L'ipotesi centrale che anima questo elaborato è tanto chiara quanto allarmante: il sistema economico globale potrebbe trovarsi sull'orlo di una nuova crisi sistemica, paragonabile per potenziale distruttivo ai crolli storici del **1929** e del **2008**. Tuttavia, a differenza del passato, l'epicentro del prossimo shock non risiede nei bilanci delle banche tradizionali, i quali sono già stati sottoposti a decenni di riforme e regolamentazioni più stringenti, bensì in un ecosistema finanziario parallelo, opaco e in rapida espansione: quello del **Private Credit**, il quale, intrecciato con le nuove infrastrutture fisiche dell'economia digitale, rappresenta una minaccia per la solidità dell'intero sistema finanziario.

Come ha efficacemente sintetizzato **Hyman Minsky**, economista del filone keynesiano noto per la sua teoria dell'instabilità finanziaria e sulle cause delle crisi dei mercati, *la stabilità genera instabilità*: i periodi prolungati di crescita inducono operatori economici e intermediari finanziari ad accumulare posizioni sempre più rischiose senza coperture ed hedging, convinti che il ciclo favorevole sia destinato a durare.

*«Over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by **hedge finance** units to a structure in which there is large weight to units engaged in **speculative and Ponzi finance**»*

una dinamica che sembra descrivere con precisione chirurgica l'attuale postura del mercato del credito privato statunitense.

«La storia finanziaria non si ripete, ma fa rima con se stessa: ogni crisi porta la maschera della novità, ma ha il DNA della leva eccessiva.» da Mark Twain, applicato all'analisi di Howard Marks, Oaktree Capital

L'attuale configurazione del rischio, scaturisce dalla combinazione di vari fattori strutturali: gli effetti persistenti degli squilibri economici post-pandemia, la repentina e drastica virata delle politiche monetarie su scala mondiale e la crisi del **Commercial Real Estate (CRE)** negli Stati Uniti, un fenomeno silenzioso ma carico di potenziale distruttivo per l'economia statunitense e globale. L'analisi di come tali forze interagiscono tra di loro costituisce un passaggio fondamentale per identificare quale sarà la miccia che innescherà il prossimo shock finanziario.

2. La Crisi Strutturale del Commercial Real Estate: Genesi e Propagazione

2.1 La Triplice Pressione sul Mercato CRE

Il comparto del **Commercial Real Estate (CRE)** negli Stati Uniti, forte di una capitalizzazione complessiva che supera i **20.000 miliardi di dollari**, sta attraversando una fase di ridefinizione profonda. Come evidenziato dal Fondo Monetario Internazionale all'interno del Global Financial Stability Report, non ci si trova di fronte a una transitoria fluttuazione ciclica, bensì a una correzione strutturale e sistemica. Questa recessione risponde all'azione combinata di tre vettori macroeconomici che, alimentandosi reciprocamente, generano una spirale deflazionistica sul valore degli asset.

Il primo elemento di rottura si identifica nella transizione verso modelli di lavoro ibrido (smart working e lavoro in ufficio) e nella definitiva affermazione dell'e-commerce, dinamiche che hanno modificato i pattern di utilizzo degli spazi fisici. Le rilevazioni di **CBRE Research** evidenziano *tassi di sfritto (vacancy)* senza precedenti nelle principali aree metropolitane statunitensi: **San Francisco** registra picchi del 22,7%, seguita da **Chicago** al 19,4% e dall'area di **Manhattan** al 18,1%. Tale contrazione della domanda non risparmia il segmento retail, dove il progressivo calo del traffico pedonale nei centri commerciali ha compromesso la redditività delle strutture, deprimendo di conseguenza il valore dei *collaterali* posti a garanzia delle linee di credito.

A questa crisi d'uso si sovrappone il secondo vettore, rappresentato dal repentino mutamento della politica monetaria. L'azione di *quantitative tightening* intrapresa dalla Federal Reserve si è configurata come la manovra restrittiva più aggressiva dai tempi della presidenza **Volcker**, traducendosi in un innalzamento dei **Fed Funds** dallo 0–0,25% al 5,25–5,50% in soli diciotto mesi. Gli effetti sui bilanci immobiliari sono stati duplici e simultanei: da un lato, l'impennata dei costi di rifinanziamento ha eroso il *Net Operating Income (NOI)* delle proprietà; dall'altro, l'espansione dei *cap rate*¹ ha compresso le valutazioni complessive. Secondo le stime diffuse da Morgan Stanley, il valore di mercato degli uffici ha subito una flessione media del **40%** rispetto ai massimi del 2021, con svalutazioni che sfiorano il **60%** per gli immobili meno efficienti di Classe B e C.

Il quadro macroeconomico trova un ulteriore elemento di fragilità nel cosiddetto "*maturity wall*"². Secondo le elaborazioni di Trepp LLC, il triennio compreso tra il 2024 e il 2026 vedrà la scadenza di circa 1.500 miliardi di dollari di debito immobiliare commerciale. Tali posizioni, negoziate in un regime di tassi d'interesse prossimi allo zero, dovranno essere ricollocate in un contesto finanziario radicalmente mutato e fortemente penalizzante. Data l'onerosità del nuovo credito e la contestuale riduzione del valore degli immobili, per

¹ Il Cap Rate (tasso di capitalizzazione) è una metrica fondamentale nel settore immobiliare per stimare il ritorno potenziale di un investimento. Misura la redditività di un immobile calcolata sul valore di mercato, escludendo l'impatto di eventuali mutui. Si calcola con la formula: $NOI/MARKET\ VALUE$

² tradotto : muro delle scadenze, indica un'accumulazione di debiti aventi la stessa scadenza.

un'ampia platea di mutuatari il default diventerà inevitabile, innescando vendite forzate di natura liquidatoria (*distressed sales*).

2.2 Il Contagio ai CMBS e il Ritiro Bancario

La trasmissione del rischio dal mercato immobiliare al sistema finanziario globale si articola lungo due canali principali. Il primo investe direttamente il comparto dei *Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)*, cioè tutti quei titoli obbligazionari garantiti da mutui accessi su immobili commerciali. In questo ambito, lo spread (differenziale tra i tassi) richiesto sul debito subordinato di classe *mezzanine*³ ha registrato un ampliamento superiore ai **350 punti base** rispetto alle medie storiche antecedenti la crisi, escludendo di fatto i debitori più esposti dalla possibilità di accedere al rifinanziamento.

Il secondo canale di propagazione, caratterizzato da una maggiore criticità sistemica, coinvolge i bilanci delle banche regionali Usa, le quali sono più esposte a queste tipologie di operazioni di prestito. I dati della Federal Reserve Bank of New York indicano come gli istituti di credito regionali statunitensi detengano circa il **67%** dell'intero portafoglio di prestiti *CRE* del Paese.

Fragilità del Settore Bancario Regionale USA: Da NYCB alle Crisi Strutturali

I segnali di instabilità sono emersi con evidenza e senza preavviso nel febbraio del 2024, quando la crisi della **New York Community Bank (NYCB)** ha svelato la vulnerabilità del sistema creditizio locale. Il crollo del 38% del titolo azionario, registrato nella sola seduta del 31 gennaio 2024, è stato determinato dalla necessità della banca di effettuare massicci accantonamenti prudenziali a copertura delle perdite attese sui portafogli multi family e CRE. Tale dinamica ha confermato i timori già espressi nei Macro Research Reports di istituzioni quali JPMorgan Chase e Goldman Sachs alla fine dell'anno precedente. La pressione sul sistema è andata progressivamente estendendosi nei mesi successivi; a marzo del medesimo anno, **First Citizens BancShares** ha avvertito di un incremento delle tensioni sui propri impieghi immobiliari, mentre la **Republic First Bank** è stata costretta a ricercare interventi di ricapitalizzazione d'emergenza o aggregazioni strategiche, soffocata dalla svalutazione dei propri attivi e dall'impatto dei tassi d'interesse. Sebbene tali vicende evocino i cedimenti avvenuti nel 2023 di **Silicon Valley Bank (SVB)**, **Signature Bank** e **First Republic Bank**, la natura dell'attuale crisi presenta un mutamento qualitativo: non ci si trova di fronte a shock puramente esogeni di liquidità (*bank run*), bensì a un progressivo e strutturale deterioramento della qualità degli asset in bilancio. La reazione del comparto sell-side ha generato una revisione al ribasso generalizzata delle stime di *Earnings Per Share (EPS)* per gli istituti regionali, con contrazioni medie comprese tra il **5%** e il **7%**.

Il vero ostacolo alla risoluzione del problema risiede nell'illiquidità del mercato immobiliare. Le banche si trovano strette in una morsa: da un lato l'irrigidimento dei requisiti patrimoniali, guidato dall'introduzione della Basilea III Endgame, che prevede incrementi d'ora in avanti

³ Il debito mezzanino è un finanziamento ibrido che si colloca a metà strada tra il classico prestito bancario e il capitale di rischio. Viene rimborsato solo dopo i debiti ordinari e offre rendimenti alti, spesso includendo l'opzione di trasformare il credito in azioni aziendali.

fino al 15-20% per i grandi istituti, e dalle nuove regole sul trattamento dell'AOCI (Accumulated Other Comprehensive Income), e dall'altro l'impossibilità di smobilizzare i portafogli crediti senza cristallizzare svalutazioni in linea con il crollo dei valori sottostanti.

Il Precedente del 2023: Il Bank Term Funding Program (BTFP)

Le attuali tensioni del 2026 affondano le proprie radici nelle risposte regolatorie adottate durante le crisi bancarie del 2023. All'indomani dei default di **SVB e Signature Bank**, la Federal Reserve istituì il Bank Term Funding Program (BTFP), uno strumento di emergenza volto a fornire liquidità immediata alle istituzioni idonee al fine di evitare la svendita di titoli di Stato e *Mortgage-Backed Securities* svalutati dal rialzo dei tassi. La peculiarità del programma risiede nella possibilità di conferire tali asset a garanzia computandoli al valore nominale (par value) anziché a quello di mercato (mark-to-market), neutralizzando temporaneamente il rischio di liquidità. Se nel breve termine la misura ha stabilizzato il sistema bancario tradizionale, nel lungo periodo ha generato profonde implicazioni sistemiche. L'istituzione del BTFP ha configurato un precedente di intervento pubblico che, pur tamponando l'emergenza immediata, non ha sciolto i nodi legati alla leva finanziaria e all'illiquidità strutturale dei portafogli. Il rischio di mercato non è stato eliminato, ma ha subito una traslazione verso i comparti non regolamentati dello *Shadow Banking*, manifestandosi nel 2026 attraverso il fenomeno del gating (il blocco dei riscatti) nei fondi di Private Credit, strutture prive per loro natura di meccanismi automatici di liquidità e di reti di salvataggio istituzionali.

3. Il Vuoto Sistemico e l'Ascesa del Private Credit

L'arretramento forzato degli istituti bancari tradizionali dal finanziamento del Commercial Real Estate e delle opere infrastrutturali ha originato un significativo disallineamento sul mercato, noto in letteratura come credit gap. Tale asimmetria, quantificata dal McKinsey Global Institute in oltre 400 miliardi di dollari di flussi finanziari annui invasi, è stata prontamente intercettata dall'industria del Private Credit. Questo comparto ha registrato un'espansione esponenziale nell'ultimo quinquennio, giungendo a superare, secondo le rilevazioni Pitchbook dell'ultimo trimestre del 2025, i 2.500 miliardi di dollari di *Assets Under Management (AUM)*. Questo spazio di mercato ha favorito l'affermazione di grandi operatori specializzati, tra i quali spiccano **Apollo Global Management, Ares Management, Blackstone Credit, Blue Owl Capital e HPS Investment Partners**. Definiti frequentemente dagli osservatori come i nuovi "banchieri ombra" (shadow bankers) del sistema economico, tali soggetti traggono un vantaggio competitivo dall'asimmetria regolamentare che li caratterizza. Essi risultano infatti esenti dai vincoli prudenziali di Basilea, dagli stress test delle banche centrali e dalle metriche del *Liquidity Coverage Ratio*⁴, potendo così strutturare operazioni con livelli di leva finanziaria preclusi al canale bancario ordinario. Tale fenomeno,

⁴ Il liquidity coverage ratio è un indicatore di liquidità obbligatorio per le banche, introdotto dalle regole internazionali di Basilea 3, ha il compito di misurare la capacità di una banca di superare uno scenario di grave stress finanziario della durata di 30 giorni.

descritto da Howard Marks come «la più profonda disintermediazione bancaria dell'era moderna», porta con sé vulnerabilità intrinseche che il mercato rischia di decodificare solo in presenza di uno shock sistemico.

«Il private credit è diventato il nuovo too big to fail. Non perché singoli fondi siano sistemici, ma perché la loro interconnessione con il sistema pensionistico, assicurativo e degli endowment universitari li rende tali nel loro insieme.»— Anastasia Amoroso, Chief Investment Strategist, iCapital

3.1 Il Nuovo Bersaglio: Infrastrutture Digitali e Data Center

In risposta al deterioramento dei segmenti immobiliari tradizionali, i fondi di Private Credit hanno avviato una ricomposizione strategica dei portafogli, disinvestendo dagli uffici obsoleti e dalla grande distribuzione per focalizzarsi sulle infrastrutture connesse all'economia digitale, con particolare riferimento ai Data Center. Tali asset costituiscono l'infrastruttura materiale imprescindibile per l'archiviazione in **Cloud Computing** e l'addestramento dei modelli di **Intelligenza Artificiale Generativa**, garantendo flussi di cassa operativi stabili, indicizzati e caratterizzati da una forte visibilità nel lungo periodo. Le proiezioni di settore indicano che gli investimenti aggregati in Data Center supereranno la soglia dei **420 miliardi di dollari** entro il 2028, sostenuti da un tasso di crescita composto annuo (*CAGR*) del **14,2%**. La traiettoria di sviluppo è alimentata dai piani di spesa in conto capitale (*CapEx*) dei quattro principali *Hyperscaler* mondiali (Google, Amazon, Microsoft e Meta), i cui stanziamenti cumulativi destinati alle infrastrutture per l'AI sono stimati in circa **700 miliardi di dollari**. Per i gestori di credito privato, le big tech rappresentano la controparte contrattuale ideale: la solidità patrimoniale di queste aziende si traduce in rating di merito creditizio di livello *Investment Grade* (AAA/AA+), posizionandosi talvolta al di sopra della valutazione del debito sovrano degli stessi Stati Uniti. La sostenibilità finanziaria di tali operazioni poggia su strutture contrattuali di lungo termine — con scadenze comprese tra i 10 e i 20 anni — regolate da clausole *Triple Net Lease* (NNN). Questa formula contrattuale trasferisce integralmente i costi operativi relativi a imposizione fiscale, coperture assicurative e manutenzione straordinaria in capo al locatario. La convergenza tra l'espansione strutturale dell'economia digitale, la qualità creditizia dei conduttori e la mitigazione del rischio operativo tramite tutele contrattuali spiega la forte concentrazione di capitale privato verso questa classe di attivi.

4. Due Paradigmi a Confronto: Finaosta e i Mega-Fondi

L'architettura concettuale del presente elaborato si articola sulla rigorosa disamina comparativa di due differenti paradigmi di misurazione del rischio creditizio, i quali, pur operando nel medesimo alveo del finanziamento, risultano strutturalmente divisi da asimmetrie normative, divergenti metriche di underwriting e filosofie d'investimento antitetiche. Il primo versante è costituito dall'impianto operativo di Finaosta S.p.A., istituzione finanziaria territoriale soggetta al controllo prudenziale della Banca d'Italia ai sensi del Testo Unico Bancario (TUB), la quale rappresenta l'espressione più emblematica di una gestione

creditizia iper-regolamentata e improntata al rigore. Gli operatori tradizionali vincolati alle normative comunitarie e domestiche subordinano la concessione dei finanziamenti a una serie di parametri vincolanti a cascata: ne costituiscono chiari esempi le restrizioni sul rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed EBITDA (fissato tra 3x e 5x per le piccole e medie imprese), i limiti rigorosi sul Loan-to-Value (LTV) delle garanzie reali ipotecarie, storicamente inferiori al 70%, e la salvaguardia assoluta della continuità aziendale (going concern) nelle politiche gestionali. La finanziaria valdostana, specchio del sistema creditizio vigilato nazionale, adotta integralmente le prescrizioni contabili dell'IFRS 9, lo standard internazionale deputato al presidio del rischio di credito mediante una metodologia prospettica (forward-looking) incardinata sul calcolo delle Expected Credit Losses. La tassonomia regolamentare impone una rigida tripartizione in Stage 1, Stage 2 e Stage 3, dove ciascun livello attiva automatismi di accantonamento che incidono direttamente sulla redditività d'esercizio e sulla stabilità dei coefficienti patrimoniali. Eventuali indicatori di deterioramento andamentale determinano repentine riclassificazioni delle posizioni, capaci di culminare nel censimento delle cosiddette Inadempienze Probabili (UTP — Unlikely to Pay). Questo specifico status inibisce al soggetto finanziato l'ottenimento di nuova finanza nel circuito bancario per archi temporali che, nel contesto italiano, tendono a protrarsi ben oltre il superamento delle anomalie originarie, delineando una condizione comunemente definita come «purgatorio normativo».

4.2 Il Modello dei Mega-Fondi di Private Credit: Apollo, BlackRock, Blue Owl

Al contrario dell'impianto rigidamente codificato dei sistemi bancari, i veicoli di Private Credit operano in un ecosistema deregolamentato che consente l'adozione di criteri di underwriting⁵ alternativi. Nella valutazione delle infrastrutture digitali, l'analisi del rischio si sposta dalla solidità patrimoniale statica del prenditore di fondi alla prevedibilità dei flussi di cassa derivanti dai contratti Triple Net (NNN) stipulati con i colossi tecnologici. In questa prospettiva valutativa, un indicatore di copertura del servizio del debito (*Debt Service Coverage Ratio - DSCR*) contenuto, pari a 1,10x, viene considerato altamente sicuro se associato a una controparte dal merito creditizio eccellente come Microsoft, risultando preferibile rispetto a un DSCR dell'1,80x riferito a una media impresa manifatturiera con rating BB.

Tale approccio permette ai grandi fondi di tollerare strutture di capitale caratterizzate da una leva finanziaria significativamente superiore rispetto ai limiti bancari:

⁵ I **parametri di underwriting** (o criteri di assunzione del rischio) sono l'insieme di regole, limiti finanziari e requisiti tecnici che una banca, un fondo o un'assicurazione utilizzano per valutare se concedere un finanziamento, investire in un asset o emettere una polizza.

Operatore / Strategia	Parametro di Underwriting	Livello di Tolleranza	Impatto Rispetto al Canale Vigilato
Blue Owl Capital <i>(Digital Infrastructure)</i>	Loan-to-Value (LTV)	75% – 80%	Deroga ai limiti standard fissati storicamente sotto il 70%.
Apollo Global Management <i>(Senior Secured Lending)</i>	Gross Leverage (Debito Lordo / EBITDA)	5x – 7x	Supera le soglie di allarme e le linee guida sui <i>Leveraged Loans</i> .

All'interno dell'orizzonte operativo di Finaosta o di un qualunque istituto di credito commerciale, il superamento di tali parametri determinerebbe l'immediata attivazione delle procedure di monitoraggio e la conseguente classificazione della posizione tra i crediti deteriorati. Al contrario, nel comparto del credito privato, la certezza del canone versato dall'hyperscaler assorbe il rischio di leva, validando la sostenibilità dell'operazione.

5. Il Rischio Sistemico Latente: Anatomia della Prossima Crisi

L'analisi delle interconnessioni finanziarie suggerisce che il parallelismo tra l'attuale espansione del private credit e i precedenti cicli pre-crisi (come quello dei mutui subprime nel periodo 2004-2007) risieda nell'identità di alcuni fattori causali. Riprendendo le tesi di **Raghuram Rajan**⁶ sui precursori degli shock sistemici, i comparti infrastrutturali legati al digitale mostrano elementi critici ricorrenti: una leva finanziaria accentuata, l'opacità nei modelli di valutazione degli attivi, la concentrazione delle esposizioni su un numero ristretto di operatori e l'aspettativa, talvolta ingiustificata, di stabilità dei flussi di cassa futuri.

In questo scenario, si delineano alcuni segnali di allerta meritevoli di approfondimento. Il primo riguarda le tensioni di liquidità emerse nel comparto immobiliare già a partire dal 2023, quando alcuni non-traded REIT gestiti da Blackstone e Starwood Capital hanno introdotto restrizioni sui riscatti (gate provisions), evidenziando il disallineamento strutturale tra la

⁶Raghuram Rajan è un economista indiano di fama mondiale, professore di finanza presso la Booth School of Business della University of Chicago. È noto a livello globale per aver previsto con largo anticipo la crisi finanziaria del 2008 durante il meeting di Jackson Hole del 2005.

liquidità promessa ai sottoscrittori e l'effettiva illiquidità degli asset sottostanti. A ciò si aggiunge la diffusione delle operazioni di **NAV financing**⁷, ovvero finanziamenti garantiti dal valore complessivo del portafoglio dei fondi medesimi; tale pratica tende ad amplificare l'effetto leva e a introdurre correlazioni complesse tra classi di attività differenti. Sotto il profilo tecnologico, infine, le stime ottimistiche circa l'espansione dei data center evocano le dinamiche speculative già osservate in passato in concomitanza con l'introduzione di tecnologie di rottura, di cui la crisi delle società dot-com del 2000 costituisce il precedente storico principale.

«L'interconnessione crescente tra banche, fondi pensione, assicurativi e fondi di private credit crea circuiti di retroazione che amplificano gli shock anziché assorbirli. Il sistema è diventato più resiliente nei singoli nodi, ma più fragile nelle connessioni.» —Tobias Adrian, Direttore del Dipartimento Monetario e Mercati di Capitali dell'FMI (Global Financial Stability Report)

L'architettura dello Shadow Banking applicata alle infrastrutture digitali poggia sulla convinzione che il merito di credito dell'inquilino finale possa far sparire qualsiasi livello di debito sottostante. Tuttavia, qualora la crescita dei ricavi derivanti dai servizi di intelligenza artificiale non dovesse soddisfare le aspettative di rendimento del mercato, l'intero castello finanziario subirebbe una correzione violenta, propagandosi istantaneamente dai bilanci dei fondi privati ai portafogli degli investitori istituzionali che ne hanno sottoscritto le quote. Ed è proprio su questa fragilità che si potrebbe basare la prossima crisi, che cosa succederebbe se la redditività di queste aziende dovesse calare?

⁷Il NAV financing (Net Asset Value financing) è una forma di finanziamento concessa a un fondo di investimento, garantita dal valore totale del suo portafoglio di partecipazioni.

CAPITOLO I

IL QUADRO REGOLAMENTARE E LE DINAMICHE DI VIGILANZA

Nel tentativo di spiegare l'andamento del rischio creditizio e le sue ricadute sui bilanci, non si può prescindere da un nodo normativo stratificato, che vede la progressiva sovrapposizione di regole europee e decreti nazionali. Il fulcro di questo apparato prudenziale è indubbiamente il **Regolamento (UE) n. 575/2013**, comunemente abbreviato in **CRR (*Capital Requirement Regulation*)**, a cui spetta il compito di fissare i vincoli patrimoniali per banche e imprese di investimento. A valle di questo pilastro si colloca il **Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014**, che interviene per uniformare i flussi informativi da trasmettere alle autorità. Su questa intelaiatura si innestano poi gli interventi della Banca Centrale Europea, si pensi alla *ECB guidance to banks on non-performing loans* emanata nel marzo 2017, e gli orientamenti dell'EBA (*European Banking Authority*), decisivi nel determinare i confini tecnici del default secondo quanto previsto dall'articolo 178 del CRR.

Spostando lo sguardo sul panorama italiano, il recepimento di queste direttive è affidato alle disposizioni della Banca d'Italia. Da un lato, la **Circolare n. 217** del 5 agosto 1996 funge da vera e propria guida metodologica per la reportistica statistica; dall'altro, la **Circolare n. 288** del 3 aprile 2015 delinea lo statuto e i confini operativi concessi agli intermediari finanziari che non rientrano nel circuito bancario tradizionale.

1.1 L'architettura della Circolare N. 288/2015 della Banca d'Italia

La riforma del Titolo V del Testo Unico Bancario stabilisce che la **Circolare n. 288/2015** assume un ruolo centrale, in sintesi, il legislatore nazionale, con le modifiche apportate all'articolo **106** del **TUB**, ha voluto di fatto estendere agli intermediari finanziari gli stessi controlli previsti per il comparto bancario. L'obiettivo di fondo consiste nel ridurre lo spazio per l'arbitraggio regolamentare, imponendo parametri obbligatori da rispettare per ottenere una sana e prudente gestione anche al di fuori dei soli istituti bancari.

Come disciplinato nel testo, la norma vincola l'erogazione del credito a regole stringenti, nel testo si parla di dotazione di capitale iniziale, di trasparenza negli assetti di controllo e di severi requisiti di onorabilità per il management. Il cambiamento radicale si può notare nella gestione dei crediti deteriorati, la novità risiede nell'obbligo di separare nettamente chi istruisce la pratica da chi, alla fine, delibera il finanziamento, così facendo, si vuole ottenere un processo di valutazione freddo, quasi matematico. Il monitoraggio della clientela, di conseguenza, smette di essere un controllo *ex post* (cioè a seguito dell'operazione di finanziamento) e diventa un'attività predittiva (prima che il finanziamento venga erogato). Le anomalie nei conti di un'azienda vanno intercettate prima che si trasformino in *insolvenza*

conclamata, obbligando l'istituto a rettificare subito il valore del prestito per non gonfiare artificialmente l'attivo patrimoniale.

L'intera vigilanza viene poi organizzata attorno a tre macro-aree. Il **Primo Pilastro** si occupa dei requisiti patrimoniali minimi per i rischi di : credito, controparte, mercato e operativi. Qui le strade si sdoppiano: si può seguire il Metodo Standardizzato (ancorato ai voti espressi dalle agenzie di rating esterne, le **ECAI**) oppure, se autorizzati dalla Vigilanza, sviluppare modelli di calcolo interni, noti come approccio **IRB (internal ratings-based)** . Il **Secondo Pilastro** sposta l'accento sul dialogo tra controllore e controllato, incrociando l'autovalutazione del capitale svolta dall'intermediario (il processo ICAAP) con l'esame sul campo condotto dagli ispettori della Banca d'Italia . Infine, il **Terzo Pilastro** impone la trasparenza radicale verso il mercato, obbligando le società a pubblicare periodicamente dati disaggregati sulla propria solidità patrimoniale.

A garanzia di questa tenuta organizzativa, i controlli interni vengono strutturati su tre linee di difesa. Al primo livello troviamo i controlli di linea, inseriti nei software e nelle routine quotidiane per bloccare errori materiali. Il secondo livello è invece occupato da due funzioni indipendenti: il *Risk Management*, che mappa l'evoluzione dei rischi (ciò di cui si occupa l'ufficio di Finaosta) , e la *Compliance*, che previene le violazioni normative. Sopra tutti vigila l'*Internal Audit* (terzo livello), con poteri di ispezione su ogni angolo della struttura. Laddove l'attività faccia capo a più sigle societarie, la circolare introduce la vigilanza consolidata, identificando la capogruppo come l'unico interlocutore ufficiale di Via Nazionale, questo è l'esempio di istituti che possiedono controllate e collegate.

1.2 L'evoluzione degli Accordi di Basilea e la genesi dei vincoli prudenziali

La riscrittura delle regole sul capitale, a livello globale, risponde da sempre a una logica reattiva: il Comitato di Basilea ha spesso modificato le proprie metriche solo dopo aver registrato i danni causati dalle grandi crisi sistemiche. Le normative sono sempre modificate *ex post* una crisi e non sono mai state a prevenzione di essa.

Il punto di partenza è il 1988, con l'accordo **Basilea I** viene introdotto un concetto rivoluzionario, ma ancora insufficiente : un coefficiente di capitale minimo pari all'**8%** delle attività ponderate per il rischio (**RWA**). Il limite di questa impostazione stava nella sua rigidità, nella poca adattabilità alla situazione. Un prestito concesso a una multinazionale solidissima e uno erogato a una start-up ad altissimo rischio subivano la stessa identica ponderazione al 100%; mancava in sostanza, una reale sensibilità alla qualità del debitore.

Quella sensibilità viene introdotta nel 2004 con **Basilea II**, la novità legislativa consiste nel permettere alle banche di usare i propri algoritmi interni (i già citati modelli IRB) per pesare il rischio dei prestiti. L'accordo dà stabilità ai tre pilastri, ma la crisi del 2008 ne mostra il lato oscuro: la *pro-ciclicità*. Nei momenti di boom economico, i modelli interni tendevano a sottostimare i rischi latenti, azzerando gli accantonamenti proprio mentre il sistema accumulava quelle tossicità che avrebbero poi portato al collasso del mercato e al successivo blocco del credito. Il fallimento di istituti bancari come Bear Sterns e Lehman Brothers ne fu

la prova.

Per correre ai ripari, tra il 2010 e il 2017 prende forma **Basilea III**, dove l'obiettivo si sposta sulla qualità del patrimonio. Il centro diventa il *Common Equity Tier 1* (CET1)⁸, fissato al **4,5%** delle RWA. Vengono inoltre inseriti dei cuscinetti protettivi, come il *Capital Conservation Buffer* al **2,5%** e il *Countercyclical Buffer*, una riserva da accumulare nei momenti di crescita e da spendere durante le recessioni. Per evitare che le banche aggirassero i controlli modificando i parametri dei propri modelli, il regolatore introduce anche il *Leverage Ratio*, un tetto fisso all'indebitamento pari al **3%** delle esposizioni totali, senza considerare le ponderazioni del rischio. Sul fronte della tesoreria, debutano due indicatori di liquidità: il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), per resistere a una fuga di capitali della durata di trenta giorni, e *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), pensato per misurare la stabilità strutturale della liquidità delle banche su un orizzonte di un anno.

Siamo così arrivati all'atto finale, battezzato **Basilea III Endgame**, infatti, il Comitato si è accorto che l'uso discrezionale dei modelli interni creava differenze ingiustificate tra i bilanci delle varie banche. La soluzione è stata l'introduzione dell'*Output Floor*: il capitale calcolato con i modelli interni non può mai scendere sotto il **72,5%** di quello che si otterrebbe applicando il metodo standardizzato della Vigilanza. In Europa, questo pacchetto si sta traducendo nella normativa **CRR3/CRD6**, con un impatto pesante: i requisiti di capitale per gli istituti del vecchio continente subiranno un rincaro medio stimato intorno al **18,5%**.

1.3 Lo spostamento dei flussi creditizi verso il sistema non regolamentato

L'effetto collaterale di questa imponente architettura di controllo è sotto gli occhi degli analisti. Costringere le banche a vincolare quote enormi di capitale primario (CET1) per coprire i prestiti ad alta leva (*highly leveraged assets*) ha finito per distruggere la convenienza economica di queste operazioni. Oggi, per gli istituti di credito tradizionali, finanziare operazioni complesse, come la riqualificazione di immobili commerciali o lo sviluppo di grandi reti infrastrutturali, è diventato un lusso. I rigidi vincoli regolamentari imposti sul capitale gravano pesantemente sulla redditività di queste attività, rendendole di fatto insostenibili per le banche.

Ed è precisamente in questa frattura tra domanda e offerta che si è inserito il canale della *Non-Bank Financial Intermediation* (NBFi), storicamente etichettato come *Shadow Banking*. A guidare questa avanzata sono oggi i fondi di *Private Credit*.

Questi operatori, muovendosi al di fuori del perimetro di vigilanza di Basilea e non dovendo rispondere alle prescrizioni della **Circolare n. 288/2015**, godono di una libertà di movimento sconosciuta al sistema bancario. Non avendo l'obbligo di rispettare riserve patrimoniali minime, vincoli di liquidità a breve termine o i limiti dell'*Output Floor*, i fondi privati possono assorbire fette di rischio elevatissime, strutturando finanziamenti flessibili e veloci. In questo modo, lo *Shadow Banking* è passato da fenomeno marginale a vero e proprio

⁸ è l'indicatore principale utilizzato a livello internazionale per valutare la solidità finanziaria di una banca.

motore finanziario sostitutivo per tutte quelle imprese che il sistema bancario tradizionale, bloccato dalle regole di vigilanza, ha dovuto abbandonare.

CAPITOLO II

LA CLASSIFICAZIONE DEL CREDITO E I MODELLI DI RISK ALLOCATION

2.1 Classificazione delle linee di credito e criteri di rilevazione contabile

L'analisi della struttura patrimoniale di un intermediario finanziario con una profonda connotazione territoriale, quale Finaosta S.p.A., richiede una rigorosa distinzione preliminare delle voci dell'attivo basata sulla natura del rischio di credito. Tale ripartizione contabile non rappresenta un semplice adempimento formale, ma costituisce il fulcro su cui si articola la gestione delle passività potenziali dell'intero istituto.

In questa prospettiva, è possibile identificare due macro-categorie fondamentali:

- **Finanziamenti "a rischio":** in tali operazioni, il costo e il rischio del potenziale inadempimento ricade interamente sull'ente erogatore. Un eventuale stato di crisi del debitore genera una perdita che colpisce direttamente il conto economico di Finaosta. Trattandosi di diritti a percepire flussi finanziari futuri, queste poste sono iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale e richiedono un presidio costante da parte del management, finalizzato a definire accantonamenti tempestivi atti a preservare i coefficienti di stabilità patrimoniale.
- **Finanziamenti "non a rischio":** in questa fattispecie, il rischio di insolvenza risulta neutralizzato alla radice mediante il trasferimento delle passività a soggetti terzi, quali fondi pubblici (regionali o statali) o consorzi di garanzia. Sebbene il credito permanga tecnicamente nell'attivo di bilancio, l'eventuale mancato rimborso da parte del mutuatario non intacca le riserve dell'intermediario, poiché l'impatto economico viene assorbito dal fondo di garanzia di riferimento secondo logiche di compensazione protetta.

Per mappare accuratamente il rischio di credito in una realtà fortemente legata al territorio come Finaosta S.p.A., il punto di partenza è la netta separazione contabile delle voci dell'attivo. Questo passaggio non va inteso come un semplice esercizio di classificazione numerica: rappresenta invece il vero asse portante per una corretta distribuzione e gestione di tutte le passività potenziali dell'istituto.

Al primo blocco appartengono i finanziamenti comunemente definiti "*a rischio*". In questo caso, l'intera responsabilità dell'operazione finanziaria poggia sulle spalle dell'ente erogatore: se il debitore entra in crisi, la perdita impatta direttamente sul conto economico di Finaosta. Essendo a tutti gli effetti dei diritti a percepire flussi finanziari futuri, queste

posizioni trovano spazio nell'attivo dello stato patrimoniale, obbligando il management a un monitoraggio stringente e ad accantonamenti tempestivi per evitare di compromettere i coefficienti di stabilità patrimoniale.

Il discorso è diametralmente diverso per i finanziamenti cosiddetti "non a rischio". Qui il rischio di insolvenza è estirpato alla radice attraverso il trasferimento del rischio a terzi, come fondi pubblici regionali, statali o consorzi di garanzia. Se il mutuatario smette di pagare, l'impatto economico non si abbatte sulle riserve dell'intermediario, ma viene assorbito dal fondo di riferimento. Ciò non evita che il credito si trovi comunque nell'attivo di bilancio dell'ente per ovvie ragioni di tecnica contabile, sebbene la sua valutazione risponda a logiche di compensazione protetta e non siano perdite dirette dell'ente.

Sul piano della **gestione ordinaria**, la prassi bancaria racchiude storicamente sotto il termine "incaglio" tutte quelle situazioni in cui il rapporto contrattuale smette di essere fluido. Non parliamo ancora di buco finanziario nei conti, ma di una serie di anomalie andamentali che richiedono risposte gestionali differenziate: si va dal sollecito automatizzato per i primi ritardi, fino alle strategie di ristrutturazione del debito quando la crisi aziendale si fa più profonda.

La differenza principale la incontriamo nella classificazione delle esposizioni in 2 macro-categorie: le *performing exposures* (i crediti cosiddetti in bonis) e le *non-performing exposures* (l'universo dei crediti deteriorati, o NPE). Nel primo caso, perché un'esposizione sia considerabile in bonis, il rapporto contrattuale scorre senza problemi o ritardi, le rate vengono pagate in tempo e non vi sono allerte macroeconomiche o settoriali che facciano temere un blocco o dei ritardi nei pagamenti. Nel secondo caso, invece, il deterioramento è ormai venuto a galla, rendendo altamente improbabile che l'istituto riesca a recuperare l'importo dovuto senza dover rivalersi sul patrimonio o sulle garanzie del debitore.

All'interno della categoria degli NPE, la gravità del deterioramento viene graduata in tre categorie:

- **Le Sofferenze (*Bad Loans*):** È lo stadio terminale del credito. Vi finiscono i debitori che versano in uno stato di insolvenza strutturale, a prescindere dal fatto che vi sia o meno una sentenza del tribunale. Il fallimento, la liquidazione coatta o lo stato di crisi irreversibile equivalgono, per il regolatore, a una perdita quasi certa.
- **Le Inadempienze Probabili (UTP - *Unlikely to Pay*):** Qui la situazione è critica ma non ancora disperata. L'intermediario capisce che il debitore è in affanno e giudica improbabile un recupero totale delle somme senza escutere le garanzie reali, ma la controparte non è ancora formalmente insolvente.
- **Le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate (*Past Due*):** È la spia d'allarme più oggettiva, legata al fattore tempo. Parliamo di ritardi che superano i novanta giorni consecutivi. La contabilità interna seziona ulteriormente questo comparto per fini operativi: si distingue così il ***past due puramente tecnico*** (spesso un disallineamento nei sistemi di pagamento) dal ***past due regolarizzato*** dove la

morosità è stata sanata ma permane un superamento dei fidi concessi , fino alle posizioni che hanno ottenuto una proroga formale dei termini di rimborso.

2.2 Gli strumenti di tolleranza (*Forbearance*) e i vincoli di monitoraggio

Per evitare che una crisi passeggera si trasformi in un default definitivo, le autorità europee hanno codificato le **misure di tolleranza**, note in gergo come *forbearance*. Non sono operazioni commerciali a caccia di profitto, ma concessioni (moratorie, riscritture dei tassi, allungamento dei piani di ammortamento) accordate a un cliente che si trova in una comprovata difficoltà finanziaria. Il credito che subisce questa modifica contrattuale viene etichettato come *forborne*.

L'attribuzione dello *status* varia a seconda dello stato di salute iniziale del prestito. Se la rinegoziazione interviene su una posizione che era ancora in bonis, si parla di *forborne performing* (FP). Se invece si sta tentando di ristrutturare un credito già classificato come deteriorato, invece viene attribuita l'etichetta del *forborne non-performing* (FNP).

Le regole sul monitoraggio sono severe, scritte apposta per impedire alle banche di usare le moratorie come un velo per nascondere i crediti tossici. Un'esposizione classificata come *forborne non-performing* deve restare sotto osservazione per un periodo di cura (*cure period*) di almeno un anno. In questo arco di tempo, il debitore deve dimostrare di poter reggere il nuovo passo finanziario pagando regolarmente. Solo allora può sperare di tornare nella categoria dei crediti *performing*.

Da quel momento, però, scatta un secondo e più lungo purgatorio: il periodo di prova (*probation period*) della durata minima di due anni (730 giorni). Il cronometro parte dal giorno in cui la modifica contrattuale diventa operativa o, nel caso in cui sia stato concesso un periodo di grazia (*grace period*) con sospensione della quota capitale, dalla ripresa dell'ammortamento. Durante questo biennio, il bollino di *forborne* resta appiccicato alla posizione: non può essere eliminato e ogni minimo passo falso nei pagamenti fa scattare l'immediato riclassamento tra i deteriorati.

Per misurare quanto costi all'istituto questa flessibilità, viene calcolata la **Ridotta Obbligazione Finanziaria (ROF)**, un indice percentuale che misura la perdita di valore attuale netto (*Net Present Value*) dei flussi di cassa subita dall'intermediario a causa della rinegoziazione. Se la contrazione del NAV è marcata, significa che l'istituto ha accettato un sacrificio economico pesante, il che rappresenta di per sé un forte indicatore di potenziale default.

Per i crediti deteriorati ordinari (non ristrutturati), la via del ritorno *in bonis* passa invece attraverso un periodo di cura standard di novanta giorni (*Cure Period New DoD*), calcolato a partire dall'effettivo azzeramento delle rate scadute o dalla presentazione di un piano di rientro solido e verificabile.

2.3 Indicatori e soglie di rilevanza nell'underwriting di Finaosta

Basandoci sulle direttive europee (CRR ed EBA) per la realtà operativa di Finaosta, la classificazione dei crediti abbandona ogni discrezionalità per affidarsi a trigger rigidi.

Nelle posizioni scadute (*Past Due*), il passaggio automatico tra i crediti deteriorati scatta quando il ritardo supera i novanta giorni e infrange contemporaneamente due barriere numeriche. La prima è la soglia relativa: gli arretrati devono pesare per più dell'1% dell'esposizione totale che il cliente ha verso l'istituto. La seconda è la soglia assoluta, ovvero un tetto monetario fisso che il legislatore ha differenziato in base alla natura della controparte: 100 euro per il comparto *retail* (famiglie e artigiani) e 500 euro per il mondo *non-retail* (imprese di medie e grandi dimensioni). Per ripulire la posizione, non basta far passare i novanta giorni di osservazione, ma serve un pagamento reale (una maxi-rata), economicamente significativo e non puramente simbolico.

Quando si parla di *inadempienze probabili (UTP)*, il giudizio si fa invece prospettico. L'istituto non aspetta che il cliente smetta di pagare, ma analizza la sostenibilità futura del debito. Finaosta utilizza un doppio binario di allerta. I trigger quantitativi sono governati da algoritmi che analizzano i bilanci aziendali, facendo scattare l'allarme se il fatturato o **l'EBITDA** crollano di oltre il **30%** su base annua, se il **patrimonio netto** diventa **negativo** o se il margine operativo lordo non basta più a coprire gli interessi sui debiti. I trigger manuali, di tipo qualitativo, intercettano invece eventi di natura legale o gestionale: decreti ingiuntivi, pignoramenti o l'avvio di procedure concorsuali. Nelle posizioni già oggetto di tolleranza, la riclassificazione a UTP diventa una scelta obbligata se la rinuncia economica dell'istituto (la **ROF**⁹) supera l'**1%** del debito nominale, oppure se il piano prevede strutture di rimborso sbilanciate, come scadenze *bullet* ¹⁰che concentrano oltre il 20% del capitale all'ultimo mese, o moratorie sulla quota capitale che superano i tre anni di durata.

Le sofferenze rappresentano l'ultimo gradino della scala del rischio. Vi finiscono di diritto le posizioni UTP che non mostrano cenni di ripresa dopo 36 mesi di permanenza nella categoria e che continuano a accumulare ritardi. Uscire dalle sofferenze è un evento raro: la regola interna impone che il debitore sani l'intero arretrato calcolato sul piano originario, dimostrando una stabilità patrimoniale duratura e certificata dagli organi deliberativi.

2.4 Effetto contagio e meccanismi di allocazione contabile (IFRS 9)

Il rischio di credito non si ferma alla singola pratica, ma tende a infettare i soggetti collegati per via societaria o familiare attraverso il principio del trascinamento del default. Se un conto corrente o un mutuo cointestato entra in stato di deterioramento, il default si propaga ai singoli co-obbligati se la quota del debito comune supera l'1% delle esposizioni totali del singolo soggetto verso Finaosta. Lo stesso legame a catena stringe le società di persone (S.n.c. e S.a.s.): la responsabilità illimitata dei soci fa sì che il default della società trascini

⁹ Ridotta Obbligazione Finanziaria

¹⁰ Il termine *bullet* indica una tipologia di prestito, mutuo o obbligazione in cui il capitale viene restituito in un'unica soluzione alla scadenza, evitando rate di ammortamento periodiche.

automaticamente nel baratro contabile anche i patrimoni personali dei singoli soci.

Questo reticolo di tutele si riflette direttamente sul modello di *stage allocation* imposto dal principio contabile internazionale IFRS 9, il cui scopo è quantificare le perdite attese (*Expected Credit Loss* - ECL) da coprire con gli accantonamenti. Il portafoglio viene diviso in tre comparti stagionali a seconda di come si muove il rischio:

Lo **Stage 1** ospita i crediti considerati sani, che non hanno registrato un incremento significativo del rischio (*Significant Increase in Credit Risk* - SICR) rispetto al giorno della firma del contratto. Per queste posizioni, la prudenza contabile richiede una copertura leggera, calcolata su un orizzonte temporale limitato a dodici mesi.

Lo **Stage 2** accoglie invece i crediti che mostrano un chiaro peggioramento della solvibilità, pur non essendo ancora considerati non-performing. Il passaggio in questa seconda fascia è attivato da spie andamentali precoci, come ritardi ripetuti tra i 30 e i 90 giorni, il declassamento del rating nelle banche dati (es. CRIF) o eventi personali critici (il decesso del mutuatario in assenza di polizze vita). Per i crediti in Stage 2, la svalutazione deve coprire l'intera vita residua del finanziamento (*Lifetime ECL*), provocando un aumento immediato dei costi in conto economico.

Lo **Stage 3**, infine, racchiude l'intero perimetro dei crediti non-performing (sofferenze, UTP e past due oltre i novanta giorni), a cui si aggiungono le posizioni *forborne non-performing*. Anche in questo caso il calcolo dell'ECL copre l'intera vita del prestito, ma la valutazione abbandona le formule statistiche per farsi analitica, calcolando i tempi effettivi di recupero giudiziale e il valore di presunto realizzo dei beni posti a garanzia.

CAPITOLO III

IL RUOLO STRATEGICO DI FINAOSTA S.P.A. NEL TESSUTO ECONOMICO REGIONALE

3.1 Inquadramento istituzionale e modello operativo della finanziaria di sviluppo

Nel panorama delle politiche di programmazione economica della Regione Autonoma Valle d'Aosta, Finaosta S.p.A. occupa una posizione di centralità assoluta, agendo come lo strumento operativo attraverso cui l'ente pubblico indirizza lo sviluppo del territorio. Istituita originariamente con la **Legge Regionale n. 16/1982**, la società si distingue nettamente dai comuni istituti di credito commerciali. Essa è configurata come una finanziaria di sviluppo a capitale interamente pubblico, il cui mandato istituzionale si articola lungo una duplice direttrice. Da un lato, la società fornisce una costante consulenza tecnico-finanziaria all'Amministrazione Regionale, supportandola nella definizione delle strategie di investimento di medio e lungo termine. Dall'altro, interviene direttamente sul mercato attraverso l'amministrazione e l'erogazione delle risorse stanziare nei Fondi di Rotazione.

Questi strumenti di finanza agevolata consentono l'immissione di liquidità a condizioni di forte favore nel tessuto produttivo locale, sostenendo i settori trainanti dell'economia locale quali l'industria, l'artigianato, il commercio e il turismo. Accanto al sostegno industriale, Finaosta svolge una funzione importante anche dal punto di vista sociale gestendo i flussi dedicati all'edilizia residenziale, permettendo l'accesso a mutui a tasso agevolato per l'acquisto o la ristrutturazione della prima casa da parte delle famiglie residenti nella regione.

La struttura del Gruppo riflette la volontà del legislatore regionale di mantenere la presenza del settore pubblico sulle grandi reti infrastrutturali e sui servizi di pubblica utilità. Finaosta opera infatti come capogruppo di un ecosistema societario diversificato, le cui partecipazioni strategiche condizionano l'andamento del PIL locale e l'autonomia energetica della regione.

Il comparto energetico trova la sua espressione nella partecipazione totalitaria in CVA S.p.A. (Compagnia Valdostana delle Acque), operatore di livello nazionale nel settore delle energie rinnovabili, la cui redditività garantisce stabilità ai flussi finanziari della capogruppo.

Nel settore turistico e delle infrastrutture montane, Finaosta detiene il controllo delle principali società di gestione degli impianti a fune del territorio, tra cui Cervino S.p.A., Pila S.p.A. e Monterosa S.p.A., stabilizzando un comparto stagionale caratterizzato da elevati costi fissi e forte sensibilità alle variabili climatiche.

Il presidio dello sviluppo industriale e della connettività territoriale si completa con le quote detenute in Vallée d'Aoste Structure, finalizzata alla valorizzazione delle aree industriali e dei poli di innovazione tecnologica, e nella società di gestione dell'Aeroporto Valle d'Aosta, infrastruttura cruciale a livello logistico per evitare l'isolamento geografico della regione.

A completamento dell'offerta creditizia e per rispondere alle esigenze di breve termine delle imprese locali, un'altra azienda componente il Gruppo è Aosta Factor S.p.a; mentre la capogruppo concentra le proprie risorse sui finanziamenti strutturali a medio e lungo termine, la controllata opera nel mercato dei crediti commerciale, il tutto attraverso lo strumento del factoring. Infatti, Aosta Factor fornisce liquidità immediata alle piccole e medie imprese fornitrici della Pubblica Amministrazione regionale e locale. Questo canale di finanziamento si rivela determinante per la gestione del capitale circolante e dunque della liquidità delle aziende valdostane, riducendo l'impatto finanziario dei tempi di pagamento della macchina pubblica e prevenendo crisi di liquidità che potrebbero compromettere la stabilità delle filiere produttive locali.

Sotto il profilo economico, Finaosta presenta numeri considerevoli e che rappresentano la forte stabilità finanziaria del Gruppo, presenta infatti un patrimonio netto superiore ai 500 milioni di euro e un attivo che, se analizzato a livello consolidato includendo il perimetro di CVA, esprime valori nell'ordine di **miliardi di euro**. Questa massa critica consente alla finanziaria di esercitare una funzione anticiclica, immettendo annualmente nel mercato risorse sotto forma di contributi, finanziamenti agevolati e investimenti diretti capaci di preservare i livelli occupazionali e stimolare l'innovazione industriale anche nelle fasi di contrazione economica globale.

3.2 Analisi degli indicatori patrimoniali e performance finanziarie

I dati di bilancio riferiti all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 confermano la solidità patrimoniale del Gruppo, evidenziando indici di solvibilità nettamente superiori ai minimi previsti dalla normativa di vigilanza per gli intermediari finanziari non bancari.

I Fondi Propri stabili si attestano a **301,9 milioni di euro**, questo indica una resilienza patrimoniale necessaria ad assorbire eventuali svalutazioni o perdite su crediti e garantisce l'autonomia finanziaria delle strategie di sviluppo aziendali. Il Patrimonio Netto complessivo risulta composto da un Capitale Sociale interamente versato pari a **112 milioni di euro**, a cui si somma una componente di Riserve accumulate pari a **177,7 milioni di euro**. L'entità delle riserve riflette una gestione orientata all'autofinanziamento, derivante dalla scelta sistematica di trattenere a patrimonio quote significative degli utili d'esercizio per sostenere la crescita organica del Gruppo.

La misurazione dei coefficienti di adeguatezza patrimoniale evidenzia una significativa distanza rispetto alle soglie di allarme stabilite in sede europea:

- Il **CET1 Ratio** (*Common Equity Tier 1 Ratio*) si posiziona al **26,16%**, un valore che distacca ampiamente il minimo regolamentare del 4,5% richiesto per gli istituti vigilati. Tale percentuale certifica la presenza di una riserva di capitale di massima qualità in grado di assorbire shock di mercato senza pregiudicare l'operatività corrente.
- Il **Total Capital Ratio** raggiunge il **26,24%**, superando abbondantemente la soglia del 6% prevista per gli intermediari che non esercitano la raccolta del risparmio tra il

pubblico, confermando l'equilibrio della struttura finanziaria complessiva.

Questi coefficienti derivano da una rigorosa gestione delle Attività Ponderate per il Rischio (RWA), le quali si attestano a 1,15 miliardi di euro. Il volume degli impieghi e degli investimenti, pesato in funzione del rischio intrinseco delle controparti, risulta costantemente bilanciato dall'entità del capitale disponibile. Sul fronte della tesoreria, il Gruppo mantiene un **Liquidity Coverage Ratio (LCR)**¹¹ costantemente superiore sia ai parametri di *early warning* stabiliti internamente sia ai limiti di vigilanza, assicurando la capacità di fare fronte agli impegni di esborso legati all'erogazione delle tranches dei Fondi di Rotazione e alla gestione operativa anche in scenari di improvviso irrigidimento del mercato del credito.

Nonostante la missione di sviluppo territoriale condizioni la redditività delle operazioni, la performance economica evidenzia un Utile d'Esercizio consolidato pari a **9,06 milioni di euro**, risorsa destinata al progressivo rafforzamento delle riserve patrimoniali e al parziale reinvestimento nelle politiche economiche regionali.

3.3 Il modello dei controlli interni e la funzione strategica del Risk Management

La complessa architettura organizzativa del Gruppo Finaosta richiede l'adozione di un sistema di controlli interni in grado di coniugare il rispetto delle normative di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia con le specificità operative di un ente finanziario di sviluppo. In questo quadro, la funzione di Risk Management rappresenta il perno dei controlli di secondo livello, operando con una totale indipendenza organizzativa e gerarchica rispetto alle funzioni operative e alle unità di business responsabili dei controlli di linea.

Il mandato strategico affidato al Risk Management si articola intorno alla definizione e al monitoraggio continuo del *Risk Appetite Framework* (RAF). Il RAF costituisce il documento programmatico con cui il Consiglio di Amministrazione stabilisce ex ante **i limiti di tolleranza**, le **soglie di attenzione** e il **livello massimo di rischio** che la società è disposta ad assumere per il conseguimento dei propri obiettivi industriali. Il monitoraggio del rischio si sviluppa attraverso un ciclo continuo focalizzato su quattro macro-categorie di minaccia:

- **Il Rischio di Credito:** Analizzato monitorando costantemente le probabilità di default delle imprese finanziate, la concentrazione dei portafogli e l'effettivo valore di realizzo delle garanzie connesse ai Fondi di Rotazione.
- **Il Rischio Operativo:** Relativo a perdite economiche derivanti da disfunzioni dei sistemi informativi, inadeguatezza delle procedure interne, errori del personale o eventi esogeni e frodi.
- **Il Rischio di Concentrazione:** Monitorato per evitare una rischiosa sovraesposizione finanziaria verso singoli gruppi industriali, specifici settori merceologici del territorio o particolari tipologie di prodotto creditizio.
- **I Rischi ESG (*Environmental, Social, Governance*):** Recentemente integrati nei modelli di valutazione, analizzano l'impatto dei fattori climatici e ambientali (rischi

¹¹ è l'indice di Basilea 3 che impone alle banche di mantenere un ammontare di attività liquide di elevata qualità (HQLA) sufficiente a coprire i deflussi di cassa netti in uno scenario di stress a 30 giorni. Il suo valore deve essere sempre $\geq 100\%$

fisici di transizione) sulla sostenibilità dei progetti industriali montani finanziati.

Le funzioni di supervisione svolte dal Risk Management si riflettono direttamente nei processi di pianificazione patrimoniale. La struttura dei controlli di secondo livello verifica in via indipendente la coerenza tra il profilo di rischio corrente e gli obiettivi fissati nel RAF. Qualora si verificassero scostamenti o superamenti delle soglie operative (*breaches*), la funzione attiva immediatamente le procedure di segnalazione verso l'Alta Direzione, proponendo i relativi piani di rientro.

Inoltre, il Risk Management presiede alla validazione delle metriche quantitative utilizzate per il calcolo delle perdite attese, verificando la robustezza del metodo standardizzato applicato al rischio di credito. Questo presidio metodologico risulta cruciale nella redazione annuale **dell'ICAAP** (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*), il documento con cui l'intermediario dimostra alla Banca d'Italia l'adeguatezza dei propri Fondi Propri a copertura sia dei rischi ordinari (Primo Pilastro) sia dei rischi prospettici derivanti da scenari di *stress test* macroeconomici (Secondo Pilastro). L'azione di supervisione esercitata dalla funzione si estende all'intero perimetro consolidato, garantendo un coordinamento prudenziale del capitale che include anche l'operatività specialistica di Aosta Factor.

3.4 Processi di monitoraggio andamentale e criteri di classificazione del portafoglio crediti

L'attività di controllo sulle esposizioni creditizie si sviluppa lungo un percorso strutturato in cinque fasi sequenziali, volte a governare la gestione del rischio dalla prima emersione dell'anomalia fino all'eventuale fase di recupero coattivo.

Il processo si apre con la **selezione del campione delle posizioni anomale (a)**, una fase investigativa in cui l'analisi di secondo livello estrae dal portafoglio complessivo un sottoinsieme di posizioni che presentano anomalie nei pagamenti o indicatori di declino economico. Su questo campione si innesca la **classificazione delle posizioni (b)**, che provvede all'inserimento del credito nella corretta categoria amministrativa (past due, inadempienza probabile o sofferenza) in base alla gravità del deterioramento.

La successiva fase di **gestione delle posizioni anomale (c)** implementa le strategie di rientro o di ristrutturazione per massimizzare il recupero del capitale, mentre la **gestione del contenzioso (d)** governa le azioni legali e le procedure esecutive qualora i tentativi di conciliazione ordinaria risultino inefficaci. Il ciclo si conclude con l'**accantonamento per le posizioni deteriorate (e)**, che definisce il livello di *provisioning* e le rettifiche di valore da iscrivere in bilancio nel rispetto dei principi IFRS 9.

L'attività istruttoria ed esecutiva poggia sull'interazione tra l'analisi quantitativa, basata sulle evidenze numeriche dei bilanci e dei flussi della Centrale Rischi, e l'analisi qualitativa, orientata a valutare la solidità della governance del debitore, le prospettive del settore di

mercato e l'efficacia delle garanzie prestate.

Per garantire la tempestività dei controlli, il Gruppo ha avviato un processo di innovazione tecnologica volto all'automazione dei flussi informativi, avvalendosi di piattaforme software avanzate basate su applicativi Microsoft Power BI per la visualizzazione e l'elaborazione dei dati andamentali. Il sistema sfrutta un meccanismo di valori soglia che, una volta superati, attivano specifici segnali di allerta (*trigger*) idonei a evidenziare situazioni di potenziale squilibrio finanziario.

Gli indicatori di anomalia utilizzati nel monitoraggio del portafoglio vengono classificati in macro-categorie analitiche:

3.5 Indicatori Patrimoniali e Redditali del Debitore

- Un rapporto tra **Patrimonio Netto e Totale Attivo inferiore al 15%**, indice di un elevato livello di leva finanziaria e di una scarsa capitalizzazione aziendale.
- Un **Margine di struttura secondario negativo**, segnale di uno squilibrio strutturale derivante dalla copertura di attività immobilizzate attraverso passività a breve termine.
- Una **contrazione del fatturato o dell'EBITDA superiore al 30%** su base annua, spia di una crisi di mercato o di un forte deterioramento della redditività operativa.
- Un rapporto tra **Posizione Finanziaria Netta ed EBITDA superiore a 10**, livello di indebitamento incompatibile con le ordinarie capacità di rimborso del debito.
- Un **flusso di cassa operativo negativo**, che evidenzia l'incapacità dell'attività caratteristica di generare la liquidità necessaria al servizio del debito.
- Un **EBITDA insufficiente** a coprire le rate di ammortamento scaturenti dal finanziamento concesso da Finaosta.
- Un **Patrimonio Netto negativo**, indicatore automatico di dissesto e di azzeramento del capitale proprio.
- Un rapporto tra **rata del finanziamento e reddito dell'intestatario superiore al 30%** in presenza di scaduti, o un rapporto **rata/reddito esteso al fideiussore superiore al 35%**.

3.6 Indicatori da Centrale Rischi (CR) e Anagrafici

- La presenza di **sconfinamenti lievi ma ripetuti** nel circuito bancario segnalati in Centrale Rischi, indice di tensioni di liquidità nella gestione della cassa.
- La presenza di una **segnalazione a sofferenza** nel sistema bancario, elemento di massima gravità che attesta l'insolvenza conclamata del soggetto.
- Un peggioramento del **Rating CRIF**, indice di un declino del merito creditizio rilevato dalle agenzie di informazione esterne.
- Il **decesso del mutuatario**, evento che richiede l'immediata verifica della solidità dell'asse ereditario o l'attivazione delle polizze assicurative connesse al prestito.

3.7 Indicatori di Gestione dei Mutui e delle Garanzie

- Un valore del **Loan to Value (LTV) superiore all'80%**, che evidenzia una scarsa capienza della garanzia reale rispetto al debito residuo.
- L'inserimento dei mutui, sia in fase di ammortamento sia nella delicata fase iniziale di pre-ammortamento, all'interno delle **codifiche interne di incaglio (comprese nel range tra 200 e 300)**. Nel sistema di classificazione di Finaosta, l'incaglio funge da indicatore intermedio di anomalia andamentale. Esso segnala che il rimborso delle rate subisce un rallentamento o un blocco temporaneo, pur senza presentare i caratteri di definitività tipici della sofferenza. I codici numerici compresi tra 200 e 300 identificano fasce di ritardo significative che richiedono l'attivazione automatica di procedure di monitoraggio rafforzato o di recupero stragiudiziale. La distinzione tra le fasi del finanziamento risulta cruciale: se l'allerta colpisce un mutuo in fase di ammortamento, l'anomalia interrompe un piano di rientro già consolidato; viceversa, se l'incaglio si manifesta in fase di pre-ammortamento, periodo in cui il debitore beneficia del pagamento dei soli interessi, la spia evidenzia una fragilità strutturale immediata, indicando che il progetto industriale o l'investimento finanziato non è in grado di generare flussi di cassa sufficienti fin dal suo avvio.
- La presenza di pratiche ristrutturare (*forborne*) che registrano una ricorrenza della tolleranza (*Recurrence of Forbearance* - ROF) con un impatto economico **superiore all'1% del valore nominale**, segnale dell'insostenibilità del piano di rientro originario.
- L'attivazione di una **terza misura di tolleranza** nei confronti di un debitore ancora inserito nel periodo di prova (*under probation*), circostanza che evidenzia la recidività dello stato di crisi.
- Il pagamento di **somme forfettarie straordinarie ed ingenti**, modalità che interrompe la regolarità del piano di ammortamento e suggerisce una gestione straordinaria e non pianificata della liquidità aziendale.
- La presenza di **anomalie documentali sul collateral**, quali una garanzia ipotecaria priva di un immobile regolarmente censito nei registri catastali.
- Una **variazione superiore al 25%** tra il valore teorico della garanzia e l'esito dell'ultima perizia, o uno scostamento analogo tra due stime peritali consecutive, spia di un rapido deprezzamento del cespite immobiliare posto a tutela delle ragioni del credito dell'istituto.

CAPITOLO IV

IL MERCATO DEGLI HYPERSCALER

4.1 Il Paradigma del Credito Privato (Private Credit) nel Settore Infrastrutturale

Il 2026 ha sancito la definitiva supremazia del **Private Credit** nel finanziamento dei mega complessi di data center, segnando un punto di svolta decisivo nell'intersezione tra finanza e infrastruttura digitale. Con i tassi di interesse globali che si sono stabilizzati su un "nuovo normale" più elevato (spesso ancorati a un **SOFR**¹² o **Euribor**¹³ maggiorato di oltre 400 punti base) rispetto al decennio di denaro a costo zero, gli Hyperscaler (come Google, Amazon Web Services, Microsoft Azure) e i loro sviluppatori specializzati hanno cercato soluzioni di finanziamento più flessibili, rapide e meno vincolanti rispetto al mercato dei capitali pubblico. Il Private Credit, tradizionalmente relegato a settori meno liquidi, è emerso come il canale prediletto per la sua capacità di offrire capitale su misura a un ritmo che le banche commerciali, gravate da requisiti normativi stringenti (Basilea III/IV) e da una crescente cautela verso il Commercial Real Estate (CRE), non potevano più eguagliare.

Tale trasformazione si è concretizzata attraverso l'adozione di modelli operativi innovativi, tra cui spiccano:

- **Asset-Backed Finance (ABF) e Securitization 2.0:** La costruzione di data center viene ora strutturata non semplicemente come un mutuo immobiliare, ma come una sofisticata operazione di finanza strutturata. Il credito è garantito non solo dall'immobile fisico (il *collateral* tradizionale), ma primariamente dai flussi di cassa certi derivanti dai contratti di locazione a lungo termine (spesso 15-20 anni) con gli Hyperscaler. Questi contratti, noti come *leases* "**Triple Net**" (NNN)¹⁴, trasferiscono la maggior parte dei costi operativi e di manutenzione all'inquilino e sono considerati di qualità creditizia eccezionalmente alta (spesso con rating implicito AA o superiore, data la solidità dei giganti tecnologici). L'ABF ha permesso ai fondi di private credit di mobilitare ingenti quantità di capitale, trasformando l'investimento in data center in un prodotto finanziario negoziabile basato sulla stabilità dei ricavi.
- **Colmamento del Gap Bancario e L'Ascesa dei "Mega-Fondi" di Debito:** Le banche commerciali hanno ridotto significativamente l'esposizione al CRE, temendo svalutazioni nel segmento uffici e retail. Questa ritirata ha creato un vuoto di finanziamento che operatori come **Apollo**, **BlackRock** (attraverso le sue divisioni di debito infrastrutturale), e **Ares Management** hanno colmato con rapidità. Questi attori hanno creato fondi di debito specializzati che offrono soluzioni ad alta leva come il *mezzanine finance* (debito subordinato) e gli *unitranche loans* (un singolo prestito che combina debito senior e subordinato), coprendo fino all'80% o persino al

¹²SOFR sta per Secured Overnight Financing Rate. È il tasso di riferimento introdotto negli Stati Uniti per sostituire il vecchio e ormai pensionato LIBOR in dollari.

¹³ Euribor sta per Euro Interbank Offered Rate. È il tasso di riferimento del mercato monetario europeo.

¹⁴È una tipologia di contratto diffusissima negli Stati Uniti e nel mondo anglosassone, in cui l'inquilino (tenant) non paga solo l'affitto base, ma si fa carico di praticamente tutte le spese di gestione dell'immobile.

90% dei costi totali di sviluppo (Total Project Cost - TPC), una percentuale inarrivabile per le banche tradizionali. Il *premium* di rendimento richiesto (spesso L+600 a L+800 bps) è accettato dagli sviluppatori data la velocità e la certezza del *closing*.

4.2 Blue Owl: La Cartolarizzazione del Canone di Locazione e la Liberazione di Capitale

Blue Owl Capital si è posizionato come un maestro nella **monetizzazione degli asset immobiliari operativi** attraverso il credito strutturato, concentrandosi sulla liberazione di capitale per i suoi clienti Hyperscaler. Il modello non riguarda solo il finanziamento della costruzione, ma la gestione strategica del bilancio.

- **Strategia di Sale-Lease Back (S/LB) e "Capital Light" per l'IT:** Nel 2026, Blue Owl ha guidato alcune delle più grandi operazioni di acquisizione e **Sale-Lease Back**¹⁵ di data center esistenti. Gli Hyperscaler vendono l'asset fisico (la proprietà immobiliare) a un fondo di investimento (come un REIT non tradizionale o un fondo infrastrutturale gestito da Blue Owl) per incassare immediatamente una somma di capitale significativo. Contestualmente, stipulano un contratto di locazione a lunghissimo termine. L'obiettivo primario di questa operazione è liberare capitale immobilizzato, trasformando l'asset in un onere di bilancio più leggero, che può essere immediatamente reinvestito nel *core business*: l'acquisto di chip avanzati, come possono essere ad esempio le GPU per i data center AI, l'espansione della capacità di calcolo, e l'investimento in R&D, essenziali per mantenere la leadership tecnologica.
- **Analisi di Rischio e Rendimento Comprensiva (RRC):** Per il finanziatore, il rischio di credito è considerato trascurabile. L'inquilino non è una società generica, ma un gigante tecnologico con flussi di cassa solidissimi e una domanda di capacità data center essenzialmente infinita. Questo rende gli strumenti di debito strutturato basati su questi *leases* alternative altamente competitive ai titoli di stato o al debito corporate di grado AA/AAA. Il rendimento è più elevato (spesso 150-250 bps in più rispetto a un bond corporate comparabile) a causa del *premio* di illiquidità intrinseco all'asset immobiliare e della complessità della transazione. Questa "illiquidity premium" è la chiave del successo del Private Credit, cioè più premio per l'operazione assumendosi più rischio ma con possibilità di default molto basse.

4.3 BlackRock e la Sintesi tra Debito, ESG e Infrastruttura Energetica

L'approccio di BlackRock, spesso in coppia con la sua neo acquisita Global Infrastructure Partners (GIP), è caratterizzato da una sofisticata **"Capital Stack Integration"** che lega intrinsecamente il debito al rispetto degli standard ESG e alle infrastrutture energetiche sostenibili. La società non si limita a fornire debito, ma struttura pacchetti finanziari complessi che affrontano la sfida più grande del settore: l'enorme consumo energetico.

¹⁵è un'operazione finanziaria e immobiliare in cui l'azienda vende un bene proprietario a un investitore e, contemporaneamente, stipula un contratto per riaffittare lo stesso bene a lungo termine.

- **Green Bonds, Sustainability-Linked Loans (SLL) e PUE:** Data l'enorme pressione normativa e reputazionale (ESG) sulla spesa energetica degli Hyperscaler, BlackRock finanzia la costruzione di data center a condizione che siano integrati con soluzioni di energia rinnovabile (es. impianti solari o eolici dedicati) o che si impegnino a raggiungere standard operativi di sostenibilità rigorosi. Il costo del credito (lo *spread* sul tasso di riferimento) viene strutturalmente ridotto se l'impianto raggiunge determinati standard di efficienza energetica, in particolare un basso **PUE (Power Usage Effectiveness)**, ovvero il rapporto tra l'energia totale consumata dal data center e l'energia effettivamente utilizzata dagli apparati IT. Questo meccanismo crea un incentivo economico diretto per la sostenibilità.
- **Finanziamento Olistico della Supply Chain Critica:** Attraverso GIP, BlackRock ha esteso il suo raggio d'azione oltre il solo immobile, finanziando anche i fornitori critici di infrastruttura (es. produttori di sistemi di raffreddamento a immersione, trasformatori ad alta capacità e apparecchiature di *switchgear*¹⁶). Questo approccio garantisce che la pipeline di costruzione non subisca i cronici ritardi dovuti a colli di bottiglia nella fornitura di componenti specializzati, assicurando così il ritorno sull'investimento nei tempi previsti.

4.4 Apollo: L'Utilizzo del Capitale Assicurativo come Debito a Lungo Termine Tattico

Apollo Global Management rappresenta il caso studio più sofisticato di **arbitraggio regolatorio e di capitale**. Sfruttando la natura a lungo termine delle sue passività assicurative, Apollo può offrire prodotti di debito che i concorrenti non riescono a eguagliare.

- **L'Ecosistema Athene e il Matching di Passività:** Apollo utilizza strategicamente le vaste riserve di capitale accumulate dalle sue compagnie assicurative e di riassicurazione (notabilmente Athene Holding) per sottoscrivere debito infrastrutturale di grado *investment grade* (IG). Poiché le riserve assicurative sono passività con orizzonti temporali molto lunghi (spesso decenni), Apollo può permettersi di offrire agli Hyperscaler finanziamenti a 20 o 30 anni, una durata che i mercati del credito tradizionali (banche o fondi) raramente supportano per asset tecnologici, intrinsecamente soggetti a rapida obsolescenza. Questa capacità di *asset-liability matching* è il suo vantaggio competitivo decisivo.
- **Protezione dal Downside e Flessibilità Strutturale:** La loro struttura di credito è meticolosamente progettata per mitigare il rischio di obsolescenza tecnologica o di default del locatario. Prevede clausole di "riutilizzo dell'asset" o "riconversione rapida". Se un Hyperscaler dovesse abbandonare un sito (scenario altamente improbabile ma teoricamente possibile), la struttura del data center è progettata per essere riconvertita o affittata rapidamente a un altro operatore di *colocation* o a un altro Hyperscaler, garantendo la sicurezza e la continuità del capitale investito. Ciò include la standardizzazione dei design e l'adozione di configurazioni multi-tenant.

¹⁶ quadro elettrico

4.5 Impatto Strutturale sul Mercato Immobiliare Commerciale

L'afflusso massiccio e mirato di questo volume di credito specializzato ha generato una profonda distorsione positiva e una ridefinizione dei parametri di valutazione nel mercato immobiliare commerciale (CRE).

- **Divergenza Sistemica delle Valutazioni:** Nel 2026, si è cristallizzato un "premium" valutativo straordinario, una frattura netta tra gli asset immobiliari generici e quelli ad alta intensità tecnologica. Si osserva che per gli immobili dotati di infrastruttura elettrica superiore a **50MW (MegaWatt)** e con accesso prioritario alle reti ad alta tensione (High Voltage - HV), il valore dei terreni e degli asset finiti è cresciuto del **22% su base annua**, indipendentemente dalla localizzazione geografica tradizionale (non sono più solo le aree metropolitane primarie a essere preziose, ma quelle con accesso energetico). Il valore è dettato dalla capacità di energia, non dai metri quadri.
- **Liquidità e Status di "Asset Class Difensiva":** Nonostante l'incertezza macroeconomica globale, il volume di transazioni nel settore Data Center ha raggiunto la cifra record di **180 miliardi di dollari a livello globale**, superando tutti gli altri segmenti del CRE (uffici, retail, logistica tradizionale) e attestandosi come il segmento più liquido dopo il residenziale multifamiliare. Questo ha confermato il data center come una "asset class difensiva" o anticiclica, essenziale per l'economia digitale e immune, in gran parte, ai cicli economici tradizionali.

CAPITOLO V

CRISI DI LIQUIDITÀ, FENOMENO DEL "GATING" E TENDENZE DI DE-RISKING NEI MERCATI PRIVATI GLOBALI

Il primo trimestre del **2026** si è configurato come un momento di svolta nel panorama degli investimenti “alternativi”, segnato da una marcata e imprevista contrazione della liquidità. L'effetto sistemico di tale *stretta* finanziaria ha imposto ai principali gestori di asset a livello globale di ricorrere sistematicamente al “**gating**” – ovvero l'istituzione di limitazioni selettive o totali ai riscatti – una misura difensiva essenziale per preservare la stabilità e l'integrità patrimoniale dei veicoli d'investimento. Questo fenomeno trascende il mero aggiustamento ciclico, ergendosi a segnale di allarme strutturale sulla reale robustezza e sulla resilienza dei mercati privati (Private Equity, Private Credit, Real Estate) in un contesto di rapido, prolungato e coordinato innalzamento globale del costo del capitale

5.1 Il Contesto Immobiliare Europeo: Il Precedente UBS e l'Esigenza di Svalutazione

Il comparto immobiliare commerciale europeo ha costituito il primo e più evidente epicentro della crisi di liquidità. Il caso di **UBS** assume valenza emblematica, a seguito della sospensione dei rimborsi del proprio fondo immobiliare tedesco aperto : **Euroinvest** (con asset in gestione prossimi a €400 milioni). La serietà della congiuntura è accentuata dalla potenziale durata della sospensione, che potrebbe estendersi fino a **36 mesi**, un orizzonte temporale che eccede le normali previsioni di illiquidità.

- **Dinamiche di Deflusso e Fattori di Rischio:** La sospensione è stata innescata da un generalizzato *de-risking* del mercato, che ha determinato un deflusso di capitale superiore alla riserva liquida immediatamente fruibile del fondo. Un numero significativo di investitori *retail* e di istituzioni di ridotte dimensioni, attratti dalla storica affidabilità dei fondi immobiliari tedeschi aperti, si è trovato a fronteggiare l'impossibilità di liquidazione.
- **Impatto sulle Performance:** Le performance del fondo Euroinvest hanno subito un tracollo rilevante, evidenziando una flessione del **9%** nei dodici mesi conclusi a febbraio 2026. Tale deterioramento è direttamente riconducibile al repentino *repricing* del mercato immobiliare.
- **Contesto Macroeconomico:** Il portafoglio di Euroinvest, concentrato su asset *prime* in Italia, Francia e Spagna, ha scontato l'onere del prolungato regime di tassi di interesse elevati mantenuto dalla **BCE**. Con il tasso di riferimento stabilmente fissato intorno al **4.5%**, i rendimenti attesi dagli investitori (*cap rates*) hanno conosciuto un'espansione. Tale incremento ha imposto una **svalutazione coatta** del valore degli asset immobiliari sottostanti al fine di riallinearne le quotazioni ai nuovi *cap rates*.
 - **Dato Settoriale Aggravante:** Le stime più recenti attestano che il valore degli immobili commerciali *core* e *value-add* in Europa ha registrato una

diminuzione media tra il **15%** e il **20%** dalla fine del 2024, un aggiustamento drastico che ha annullato anni di apprezzamento.

5.2 L'Espansione del "Gating" nel Private Credit Statunitense: L'Erosione della Qualità del Credito

Parallelamente alla crisi immobiliare, la pressione sulla liquidità ha coinvolto i maggiori operatori del **Private Credit** statunitense, un settore la cui crescita esponenziale nell'ultimo decennio lo ha elevato a pilastro cruciale del sistema finanziario non bancario.

- **Attori Coinvolti e Meccanismi di Gating:** Entità di rilievo come **Apollo Global Management**, **Ares Management** e **BlackRock** (tramite veicoli gestiti da HPS Investment Partners) sono state costrette a implementare o inasprire i *gating mechanisms* nei loro strumenti di credito privato, in particolare quelli accessibili agli investitori *retail* e accreditati, come i **BDCs (Business Development Companies)** a liquidità limitata. Questi meccanismi circoscrivono la quota percentuale di asset che può essere rimborsata su base trimestrale o mensile.
- **Cause Strutturali del Deflusso:** L'introduzione di tali limiti riflette una crescente e legittima inquietudine degli investitori in merito al **deterioramento della qualità del credito** insito nel portafoglio sottostante.
 - **Impatto del Costo del Capitale:** L'elevato onere del finanziamento ha sottoposto a intensa pressione le aziende debentrici. Gran parte del debito privato è a **tasso variabile**, e l'incremento dei tassi si è immediatamente tradotto in un fardello debitorio insostenibile per numerose PMI e aziende a media capitalizzazione.
 - **Aumento dei Tassi di Default:** Il *default rate* nel segmento critico del *leveraged lending* ha conosciuto una marcata accelerazione, superando la soglia psicologica del **3%** all'inizio del 2026 (dati aggregati S&P/Moody's), segnalando un picco di stress non osservato dal 2020.
 - **Fattori Geopolitici Imprevisti:** L'instabilità geopolitica, in particolare i rinnovati shock inflattivi scaturiti dalle tensioni in Medio Oriente nel tardo 2025, ha ulteriormente eroso i margini operativi delle imprese, riducendo drasticamente la loro capacità di servizio del debito (DSCR - Debt Service Coverage Ratio).
- **Mutamento del Sentiment di Mercato:** Questa dinamica ha innescato un'improvvisa inversione nel sentiment. Gli investitori, precedentemente inclini a tollerare l'illiquidità in cambio di rendimenti superiori, hanno iniziato a esigere liquidità, ridirigendo il capitale verso classi di attività percepite come più sicure e immediatamente liquidabili (es. Titoli di Stato USA a breve termine, fondi monetari).

5.3 Implicazioni Sistemiche, Rischi Regolamentari e Prospettive Future

Il ricorso esteso al *gating* è sintomatico di una problematica di **mismatch strutturale** nei veicoli d'investimento a liquidità "limitata": l'offerta di una liquidità apparente o circoscritta agli investitori entra in conflitto con la profonda illiquidità degli asset sottostanti (beni

immobili, prestiti privati, quote di private equity).

- **Rischio Reputazionale e Conseguenze per gli Investitori:** La sospensione dei riscatti non costituisce unicamente una misura tecnica, ma comporta un significativo rischio reputazionale. Per gli asset manager, essa rivela la vulnerabilità del modello di business e può innescare una reazione a catena che sfocia in ritiri di capitale ancora più consistenti non appena le limitazioni vengono rimosse (*run* sul fondo).
- **Aumento dello Scrutinio Regolamentare:** La situazione attuale è destinata a provocare un'intensificazione dello scrutinio da parte delle autorità di vigilanza, in particolare la SEC negli Stati Uniti e l'ESMA in Europa. Si prevedono proposte di inasprimento normativo che potrebbero contemplare:
 - **Obbligo di Maggiori Riserve Liquide:** Richiesta di mantenere percentuali più elevate di riserve liquide per i fondi che investono in asset illiquidi, con conseguente aumento dei costi di *carry* e potenziale diminuzione dei rendimenti netti.
 - **Estensione dei Periodi di Lock-up:** Imposizione di periodi di *lock-up* o di notifica di riscatto più prolungati al fine di armonizzare in modo più efficace il profilo di liquidità del fondo con la durata media e l'illiquidità degli asset in portafoglio.
- **La Differenziazione Strategica tra Gestori:** Il contesto corrente sta generando una netta biforcazione tra i gestori:
 - Quelli che dispongono di un significativo **dry powder** (capitale impegnato ma non ancora investito) si trovano in una posizione di vantaggio, potendo sfruttare le valutazioni ridotte per effettuare acquisizioni opportunistiche.
 - Quelli con portafogli già saturi e limitata liquidità sono costretti a liquidare asset in un mercato ribassista (*fire sales*), realizzando perdite e accelerando il ciclo negativo.

CAPITOLO VI

CASE STUDY: APPLICAZIONE DEI MODELLI DI RISCHIO BANCARIO AI PORTAFOGLI DI PRIVATE CREDIT PER INFRASTRUTTURE HYPERSCALER

6.1 Premessa Metodologica e Perimetro della Simulazione

Il presente capitolo costituisce il nucleo analitico della tesi. Dopo aver delineato nei capitoli precedenti il quadro normativo di riferimento (Circolare Banca d'Italia n. 288/2015, Accordi di Basilea, IFRS 9), il profilo degli intermediari finanziari vigilati e le strategie di finanziamento adottate dai mega-fondi di Private Credit per le infrastrutture digitali degli Hyperscaler, si procede ora ad una valutazione quantitativa incentrata sui dati.

Ci poniamo un duplice obiettivo : da un lato, applicare sistematicamente il framework di risk management di un intermediario finanziario vigilato a operazioni di finanza strutturata tipiche del mercato non bancario ,lo studio si svolge utilizzando i suoi trigger di anomalia, le regole di stage allocation IFRS 9 e i requisiti patrimoniali Basilea III. Dall'altro, cerchiamo di quantificare il gap valutativo tra i due paradigmi, dimostrando che ciò che nel Private Credit è considerato un investimento solido e ben strutturato, nel perimetro regolamentato bancario genererebbe alert immediati, accantonamenti massicci e un elevato assorbimento di capitale.

La metodologia si articola in tre fasi sequenziali:

- Fase 1 — Definizione di due scenari tipo: DataCloud Alpha (operazione semplificata) e Project Phoenix (operazione full-scale), con parametri finanziari realistici desunti dalle transazioni osservabili nel mercato del Private Credit per data center nel biennio 2025-2026.
- Fase 2 — Applicazione meccanica dei trigger prudenziali standard adottati dagli intermediari vigilati, delle regole IFRS 9 e del calcolo RWA ai dati di ciascuno scenario.
- Fase 3 — Confronto tabellare e narrativo tra l'approccio del fondo di Private Credit e quello dell'intermediario vigilato, con attenzione alle fasi di stress (forbearance) e alle implicazioni per la stabilità sistemica.

⚠ Nota metodologica

Si tratta di simulazioni teoriche costruite su parametri di mercato pubblicamente disponibili. I valori numerici sono rappresentativi delle operazioni Apollo, Blue Owl e BlackRock descritte nel Capitolo V, ma non si riferiscono a singole transazioni identificabili. I trigger di anomalia utilizzati sono i parametri prudenziali standard adottati convenzionalmente dal sistema bancario vigilato italiano ed europeo, in linea con la Circolare 285/2013 di Banca d'Italia, le Linee Guida EBA sui crediti deteriorati e il framework CRR/CRD IV.

6.2 Scenario A — DataCloud Alpha: Anatomia di un Finanziamento da 500 Milioni

6.2.1 Il Progetto Concreto: un Data Center da 50 MW nel Nord Italia

Per rendere la simulazione concreta e immediatamente comprensibile, costruiamo un caso specifico e dettagliato. Immaginiamo che un fondo di Private Credit, strutturato sul modello operativo di Blue Owl Capital, stia valutando il finanziamento di un progetto infrastrutturale nel Nord Italia.

Il progetto: DataCloud Alpha S.r.l. è una società veicolo (SPV¹⁷) costituita ad hoc nel settembre 2024 per costruire e gestire un data center da 50 MW nei pressi di Milano. L'impianto è già interamente affittato a un primario operatore cloud europeo (off-taker con rating AA/Aa2 — equivalente a un'azienda come Deutsche Telekom o Orange) tramite un contratto Triple Net Lease (NNN) di 15 anni. Il fondo intende finanziare l'85% del costo totale con un prestito unitranche da €425 milioni.

TABELLA 7.1 — SCHEDA PROGETTO: DataCloud Alpha S.r.l.		
Parametro	Valore	Nota esplicitiva
Localizzazione impianto	Milano Est, Lombardia	Accesso a fibra, distanza dai backbone ¹⁸ europei
Capacità installata	50 MW	Tier III+, disponibilità 99,982% garantita contrattualmente
Costo totale progetto (CapEx)	€ 500 milioni	Incluso terreno, costruzione e allestimento completo
Struttura del finanziamento	Unitranche €425 M	85% del CapEx, fornito dal fondo Private Credit (modello Blue Owl)
Equity dello sponsor	€ 75 milioni	15% del CapEx, apportato dall'investitore infrastrutturale
Tasso di interesse applicato	Euribor + 500 bps	≈ 8,5% al momento dell'erogazione (marzo 2025)
Canone NNN annuo (EBITDA)	€ 40 milioni/anno	Flusso fisso contrattuale per 15 anni, con clausola di indicizzazione all'inflazione
Inquilino (Off-Taker)	Operatore Cloud AA/Aa2	Equivalente rating: Deutsche Telekom, Orange, BT — entità investment grade consolidata
Durata contratto di locazione	15 anni + opzione 10	Scadenza 2040, con opzione di rinnovo fino al 2050

Fonte: elaborazione propria su dati di mercato 2025-2026.

Perché questo progetto piace ai fondi di Private Credit? La risposta è intuitiva: il rischio creditizio reale non è dell'SPV (che è una scatola vuota), ma dell'inquilino, un'azienda

¹⁷ Una SPV (Special Purpose Vehicle, o "società veicolo") è una società creata per uno scopo specifico e limitato. Viene comunemente utilizzata nel mondo finanziario ed edile per isolare i rischi, gestire investimenti o condurre operazioni di cartolarizzazione.

¹⁸ In rete, una backbone (o dorsale) è l'insieme dei collegamenti ad altissima capacità (spesso in fibra ottica) che uniscono i punti principali della rete su lunghe distanze. È l'infrastruttura centrale che permette il flusso veloce e costante dei dati tra continenti, nazioni o grandi nodi urbani.

investment grade che paga un canone fisso indipendentemente dall'utilizzo dell'impianto. Se Deutsche Telekom firma un contratto NNN da 15 anni, il fondo sa già oggi tutti i flussi di cassa futuri. Il data center diventa **quasi** un bond.

6.2.2 I Numeri che Preoccupano la Banca: Trigger Prudenziali Standard

Un intermediario vigilato che ricevesse in esame questa operazione applicherebbe sistematicamente una serie di parametri prudenziali standard, derivati da Basilea III, dalla normativa Banca d'Italia e dalle Linee Guida EBA. Non si tratta di giudizi discrezionali, ma di soglie quantitative automatiche che scattano indipendentemente dalla qualità del contratto sottostante.

Analizziamo i principali trigger, con spiegazione del razionale economico di ciascuno.

TABELLA 7.2 — TRIGGER PRUDENZIALI: DataCloud Alpha vs. Soglie Standard Bancarie				
Indicatore	Soglia standard	Valore DataCloud Alpha	Scostamento	Esito
PFN / EBITDA(leva finanziaria)	$\leq 10,0x$	10,6x(€425M / €40M)	+0,6x (+6%)	⚠ ALERT
Loan-to-Value(coverage garanzia)	$\leq 80\%$	85%(€425M / €500M)	+5 p.p.	⚠ ALERT
Patrimonio Netto / Totale Attivo	$\geq 15\%$	15,0%(€75 M / €500M)	Al limite	⚠ WATCH
DSCR ¹⁹ — Copertura Servizio del Debito	$\geq 1,20x$	1,13x(€40M / €35,4M rate)	-0,07x	⚠ ALERT
Concentrazione su singolo off-taker	< 25% ricavi da unico cliente	100%(un solo inquilino)	+75 p.p.	⚠ CRITICO

I trigger standard derivano dalla prassi prudenziale bancaria italiana ed europea (Basilea III, Linee Guida EBA NPL, Circolare 285/2013 Banca d'Italia). Le soglie sono convenzionali e possono variare per classe di attivo.

Tre trigger su cinque risultano già violati nel base case, senza alcuno shock esterno. La sezione di risk management della banca direbbe che questa è un'operazione che nasce sotto stress. Il fondo di Private Credit, invece, lo valuta come se fosse un bond garantito da un'azienda AA, i numeri della società veicolo sono irrilevanti. Se le valutiamo, entrambe le posizioni hanno una logica, ma il problema è che vivono in universi regolamentari diversi e questo è un rischio per l'intero sistema.

¹⁹ Il DSCR (Debt Service Coverage Ratio) è un indice finanziario che misura la capacità di un'impresa o di un progetto di coprire i propri impegni di debito (quota capitale + interessi) tramite i flussi di cassa operativi. È un parametro fondamentale per valutare la sostenibilità finanziaria.

6.2.3 Cosa Succede se Arriva uno Shock: Lo Scenario Energetico 2026

Lo scenario di stress non è inventato, anzi è più attuale che mai. Nel secondo semestre 2025 e nel primo semestre del 2026, la crisi geopolitica in Medio Oriente ha provocato un'impennata dei prezzi energetici in Europa. I data center, che consumano quantità enormi di elettricità per raffreddamento e alimentazione dei server, sono stati tra le categorie più colpite. Un data center da 50 MW ha un consumo annuo di circa 430 GWh; con un rincaro di €20/MWh non scaricabile sull'inquilino (per via di una franchigia contrattuale), l'impatto è di circa €8,6 milioni all'anno, ovvero una riduzione dell'EBITDA del **21,5%**.

Ipotizziamo uno scenario di **stress severo** ma plausibile: **EBITDA -35%** per effetto combinato di rincari energetici non ribaltabili e di una clausola di performance credit (riduzione temporanea del canone del 15% per un guasto ai sistemi di climatizzazione durato 45 giorni).

TABELLA 7.3 — SCENARIO DI STRESS: DataCloud Alpha con EBITDA -35%				
Indicatore	Base Case	Stress -35%	Soglia trigger	Esito stress
EBITDA annuo	€ 40,0 M	€ 26,0 M	—	Calo significativo
PFN / EBITDA	10,6x	16,3x	> 10x	⚠ CRITICO
Variazione EBITDA anno su anno	n.a.	-35%	> -30%	⚠ CRITICO
DSCR (copertura rate)	1,13x	0,73x	< 1,0x	⚠ CRITICO
Flusso di cassa operativo	Positivo	Negativo	< 0	⚠ CRITICO
Copertura degli interessi (ICR)	1,13x	0,73x	< 1,5x	⚠ CRITICO
Nello stress scenario: 5 trigger su 5 violati simultaneamente			→ Classificazione automatica a credito deteriorato	

Il DSCR < 1,0x segnala che i flussi di cassa non coprono il servizio del debito senza attingere a riserve di liquidità o al supporto degli azionisti.

La differenza chiave tra banca e fondo: il fondo gestisce questo evento come una rinegoziazione tecnica (grace period di 6-12 mesi, modifica dei **covenant**²⁰) con impatto contabile trascurabile. La banca, invece, sarebbe costretta ad attivare l'intero apparato di gestione del credito deteriorato, un processo automatico, non discrezionale, con conseguenze massive sul conto economico.

Vediamone i dettagli nel prossimo paragrafo.

²⁰ Nel gergo bancario e legale, per covenant si intende una clausola contrattuale (patto)

6.3 La Macchina degli Accantonamenti: IFRS 9 in Azione su DataCloud Alpha

6.3.1 Come Funziona la Logica a Tre Stadi

Il principio contabile **IFRS 9**, in vigore per tutti gli intermediari vigilati italiani dal 2018, ha rivoluzionato il modo in cui le banche calcolano le perdite sui crediti. Prima (con lo IAS 39), la perdita veniva riconosciuta solo quando si manifestava, come un guasto che viene riparato solo dopo che l'auto si è fermata in autostrada. Con l'**IFRS 9**, si adotta una **logica preventiva**: la banca stima le perdite future e le accantona prima che accadano, come fare la manutenzione programmata del motore.

Il meccanismo è diviso in tre stadi (stage). La posizione di ciascun credito nello schema determina quanto la banca deve accantonare.

TABELLA 7.4 — FRAMEWORK IFRS 9: I TRE STADI E LA LORO LOGICA				
Stadio	Situazione del credito	Come si misura l'accantonamento	Orizzonte temporale	Applicazione a DataCloud Alpha
Stage 1	Credito sano: nessun segnale di deterioramento rispetto all'erogazione	ECL sui soli prossimi 12 mesi (perdita attesa a breve termine)	12 mesi	Base case iniziale: LTV 85% e PFN/EBITDA 10,6x già borderline. Stage 1 regge solo in assenza di ulteriori segnali di rischio.
Stage 2	Deterioramento significativo (SICR): il rischio è aumentato in modo rilevante rispetto all'erogazione, ma non è ancora default	ECL sull'intera vita residua del finanziamento (Lifetime ECL)	Intera vita residua (es. 15 anni)	Scattata da: superamento trigger PFN/EBITDA, downgrade del rating interno, peggioramento macro del settore. Transizione probabile già nel base case per l'LTV elevato.
Stage 3	Credito deteriorato: default effettivo (past due >90gg), UTP o sofferenza	Lifetime ECL con perdita già manifestata (impairment completo)	Intera vita residua	Nello stress scenario: DSCR < 1,0x e EBITDA insufficiente a coprire le rate → classificazione UTP → Stage 3.

La transizione tra stadi è automatica al verificarsi di condizioni definite (Significant Increase in Credit Risk, SICR) e non è discrezionale. Il passaggio a Stage 2 è il momento critico: impone di accantonare le perdite attese su 15 anni in un solo esercizio.

6.3.2 Anno per Anno: Come Esplode il Conto Economico Nello Stress Scenario

La tabella seguente simula il percorso di classificazione dell'esposizione DataCloud Alpha nel corso dei primi 5 anni. Si confrontano il base case (tutto va bene) e lo stress scenario (shock energetico nel terzo anno). I numeri rivelano la brutale asimmetria del sistema bancario rispetto al modello del fondo.

TABELLA 7.5 — EVOLUZIONE STAGE E IMPATTO P&L: 5 ANNI A CONFRONTO					
Ann o	StageBase Case	ECLBase Case	StageStress	ECLStress	Impatto P&L aggiuntivo nello stress scenario
T=0	Stage 1	€ 1,2 M	Stage 1	€ 1,2 M	Nessuno — situazione identica
T+1	Stage 1	€ 1,2 M	Stage 2 *	€ 18,5 M	– €17,3 M a conto economico in un solo esercizio (quasi 2 anni di utile bancario tipico)
T+2	Stage 1	€ 1,2 M	Stage 2	€ 18,5 M	Stabile — nessun cambiamento aggiuntivo
T+3	Stage 1/2	€ 4,5 M	Stage 3(UTP)	€ 38,0 M	– €19,5 M ulteriori — lo shock energetico si manifesta nell'anno contabile
T+4	Stage 1	€ 1,2 M	Stage 3(Forborne)	€ 38,0 M	Stabile — il credito è in forbearance, rimane in Stage 3 anche se i pagamenti riprendono
T+5	Stage 1	€ 1,2 M	Stage 2(Cure)	€ 18,5 M	+ €19,5 M parzialmente rilasciati — ma solo dopo 12 mesi di pagamenti regolari ininterrotti
(*) La transizione a Stage 2 al T+1 avviene quando vengono rilevati i primi segnali SICR (innalzamento tassi base, downgrade macro del settore energy). ECL stimate con LGD del 40% applicata alla quota non garantita del debito. Importante: il credito può tornare in Stage 1 solo dopo un Cure Period di 365 giorni + Probation di 730 giorni — in totale quasi 3 anni di «purgatorio normativo».					

Simulazione su banca con utile d'esercizio tipico di €8-10 milioni. Un accantonamento da €17,3 M in un solo anno annullerebbe l'intera redditività operativa di quasi due esercizi.

6.3.3 L'Inadempienza Probabile (UTP): Quando la Banca Vede un Problema che il Fondo Non Vede

L'UTP (Unlikely To Pay) è una delle categorie più delicate del sistema bancario italiano. Non richiede che il debitore abbia già smesso di pagare: basta che la banca giudichi improbabile l'adempimento integrale senza escutere le garanzie. Paradossalmente, un'SPV come DataCloud Alpha potrebbe essere classificata UTP anche mentre continua a pagare regolarmente le rate, semplicemente perché i suoi parametri di redditività sono sotto le soglie di vigilanza.

TABELLA 7.6 — TRIGGER DI CLASSIFICAZIONE UTP: DataCloud Alpha nello Stress Scenario		
Trigger UTP (standard EBA)	Condizione attivante	Cosa succede concretamente a DataCloud Alpha
Flusso di cassa insufficiente a servire il debito	$DSCR < 1,0x$	DSCR stress = 0,73x: ogni euro di cassa generata copre solo 73 centesimi di rata. L'SPV sopravvive solo attingendo alla riserva di liquidità costituita al momento dell'erogazione (solitamente 6 mesi di rate).
Calo significativo e rapido dei ricavi	$\Delta EBITDA < -30\%$ YoY	Riduzione del 35% supera la soglia: scatta automaticamente indipendentemente dalla ragione (crisi energetica, guasto, forza maggiore). Il sistema non distingue tra deterioramento strutturale e shock temporaneo.
Concessione di forbearance con valore attuale ridotto	$ROF > 1\%$ del VAN del debito	Una moratoria sul capitale di 12 mesi a favore dell'SPV genera una Rate of Forgone Interest (ROF) stimata al 2,8% del valore nominale del debito ($€425M \times 2,8\% \approx €11,9M$ di mancato incasso attualizzato). Supera abbondantemente la soglia: classificazione UTP automatica.

Le soglie di classificazione UTP sono standard EBA (Linee Guida EBA/GL/2018/06) recepite da Banca d'Italia. La classificazione è automatica e non discrezionale.

6.4 Scenario B — Project Phoenix: Quando Google Affitta il Tuo Data Center da €850 Milioni

6.4.1 Il Progetto: Struttura Analoga a un Deal Apollo / Blue Owl 2025

Il secondo scenario scala la dimensione dell'operazione a livello delle grandi transazioni effettivamente osservate nel mercato europeo del Private Credit nel biennio 2025-2026. La struttura è calibrata sulle operazioni Apollo e Blue Owl per asset hyperscaler con off-taker di rating AAA/AA.

Il caso concreto: Phoenix Infra S.p.A. è una SPV costituita nel gennaio 2025 per costruire un campus di data center da 100 MW in due edifici adiacenti (50 MW ciascuno) in Irlanda, nei pressi di Dublino. L'intero impianto è pre-locato a Google Cloud (Alphabet, rating AA/Aa2) per 18 anni con contratto NNN. Il finanziamento è strutturato da Apollo Global Management come unitranche da €680 milioni.

TABELLA 7.7 — SCHEDA PROGETTO: Project Phoenix / Phoenix Infra S.p.A.		
Parametro	Valore	Nota
Localizzazione	Dublino, Irlanda	Hub europeo cloud: bassa tassazione, fibra transatlantica, clima favorevole al raffreddamento
Capacità installata	100 MW (2×50 MW)	Due edifici. Fase 1: 50 MW operativi a giugno 2025. Fase 2: 50 MW a ottobre 2026.
Off-Taker (inquilino)	Google Cloud (Alphabet)	Rating AA/Aa2 (Moody's). Fatturato globale 2024: \$307 miliardi. Il rischio è quasi interamente concentrato su Alphabet.
CapEx totale	€ 850 milioni	Asset altamente specializzato: riconvertirlo costerebbe il 40-60% del valore iniziale.
Debito Senior Unitranche	€ 680 milioni (80% LTV)	Al limite superiore della tolleranza prudenziale bancaria. Provider: Apollo Global Management.
Equity dello sponsor	€ 170 milioni (20%)	Equity molto sottile per un'operazione di questa dimensione: tipica del modello ad alta leva del Private Credit.
EBITDA annuo (canone NNN)	€ 64 milioni/anno	Canone fisso contrattuale per 18 anni, indicizzato al CPI europeo con cap del 3%.
Tasso di interesse	Euribor + 450 bps	≈ 8,0% all-in. Premio per illiquidità, complessità strutturale e rischio di concentrazione.

Struttura calibrata sulle transazioni Apollo e Blue Owl per infrastrutture hyperscaler nel mercato europeo 2025-2026. Fonte: elaborazione propria.

6.4.2 Quanto Capitale Assorbirebbe Questa Operazione per una Banca?

Questa è la domanda che nessun gestore di Private Credit deve porsi, ma che è invece centrale per qualsiasi istituto bancario. Basilea III impone che ogni esposizione creditizia sia ponderata per il suo rischio (Risk Weighted Asset, RWA) e che la banca mantenga un capitale minimo pari almeno all'8% degli RWA totali. Il costo-opportunità è enorme: €1 di capitale immobilizzato per Basilea non può essere usato per finanziare le PMI del territorio.

TABELLA 7.8 — CALCOLO RWA E REQUISITO PATRIMONIALE PILLAR 1: Project Phoenix			
Componente del calcolo	Importo base	RWA risultante	Nota metodologica (CRR art. 124-126)
Quota garantita da ipoteca (LTV ≤ 70% del CapEx)	€ 595 M	€ 297,5 M (50% RW)	Gli immobili commerciali garantiti con LTV ≤ 70% beneficiano di un risk weight ridotto al 50% secondo CRR art. 126
Quota non garantita (eccedenza LTV 70-80%)	€ 85 M	€ 85 M (100% RW)	La quota che supera il 70% di LTV è ponderata al 100% (esposizione non garantita) secondo metodo standardizzato
TOTALE RWA	€ 680 M	€ 382,5 M	Ponderazione media effettiva: 56,2%
Requisito Pillar 1 (CET1 minimo 8% degli RWA)	8% × €382,5 M	€ 30,6 M di CET1	Capitale CET1 che la banca deve immobilizzare solo per questa operazione, indipendentemente dall'andamento del credito
Per una banca di medie dimensioni con CET1 totale di ~€300 milioni, questa singola operazione assorbirebbe il 10,2% dell'intero capitale disponibile — riducendo drasticamente la capacità di erogare credito a famiglie e imprese del territorio.			

Metodo standardizzato Basilea III (CRR art. 124-126). I valori sono calcolati sulla struttura di finanziamento di Project Phoenix.

6.4.3 Il Grande Confronto: Apollo vs. Banca Vigilata — Stessa Operazione, Universi Diversi

TABELLA 7.9 — CONFRONTO SINOTTICO: MODELLO BANCA VIGILATA vs. MODELLO APOLLO (Project Phoenix)		
Dimensione analizzata	 Banca Vigilata (modello standard)	 Apollo Global Management (Private Credit)
Cosa guarda prima di dire sì	Leva dell'SPV (PFN/EBITDA = 10,62x → ALERT) e LTV dell'asset fisico (80% → al limite). Analisi bottom-up sulla società veicolo.	Qualità e solvibilità di Google (rating AA, \$307 mld di ricavi, cassa netta di \$100 mld). La SPV è solo un contenitore giuridico.
Soglia di leva accettabile	Rigida: alert automatico a PFN/EBITDA > 10x. Genera accantonamenti già nel base case.	Flessibile: 10,62x è accettato perché il flusso di cassa è garantito contrattualmente da Google. La leva è considerata irrilevante.
Capitale immobilizzato per questa operazione	€ 30,6 milioni di CET1 (Basilea III Pillar 1). Riduce la capacità di erogare altro credito.	Zero requisiti regolamentari. Il capitale è quello degli investitori LP: non c'è obbligo di accantonamento proporzionale al rischio.
Accantonamenti IFRS 9 nel base case	Probabile Stage 2 per LTV elevato: Lifetime ECL ~€20-25 milioni a conto economico in un singolo esercizio.	Valutazione mark-to-model interna. Aggiornamento semestrale/annuale. Impatto P&L contenuto e graduale.
Se arriva una crisi: gestione forbearance	Processo automatico e rigido: UTP → Cure Period 365 gg → Probation 730 gg. Durata minima: 4 anni. Accantonamento immediato di ~€38 milioni.	Ristrutturazione pragmatica in 30-45 giorni. Grace period 12-24 mesi, modifica covenant, piano di recovery. Nessun impatto contabile rilevante.
Trasparenza verso i supervisor	Segnalazioni di vigilanza trimestrali a Banca d'Italia/BCE. Stress test regolari. Piena visibilità pubblica.	Reporting agli investitori LP: meno frequente, meno granulare, non pubblico. Nessuna segnalazione a regolatori del credito.
Costo-opportunità dell'operazione	Alto: €30,6 M di CET1 immobilizzati equivalgono a circa €382 M di prestiti aggiuntivi non erogabili a PMI (a parità di RWA).	Basso: il capitale è dedicato al fondo specifico, isolato dal resto del portafoglio. Non c'è crowding-out interno.

Il verde non indica superiorità assoluta del modello Apollo: indica che quel modello è ottimizzato per l'efficienza allocativa, non per la resilienza sistemica. Il trade-off è analizzato nella sezione 6.

6.5 Il «Purgatorio Normativo»: Gestione della Crisi nei Due Modelli

6.5.1 Lo Scenario: un Guasto che Dura 90 Giorni

Siamo al terzo anno di vita del finanziamento Project Phoenix. Un guasto strutturale ai sistemi di raffreddamento dell'edificio A (il primo dei due moduli da 50 MW) causa una riduzione della disponibilità al 94% per 90 giorni. Google attiva la clausola di performance credit contrattuale e sospende il 18% del canone per il periodo di non-conformità. L'EBITDA dell'esercizio scende del 28% rispetto al piano (da €64M a €46M). Il DSCR si riduce a 0,85x.

Questo evento è ordinario nella vita di un data center: non è un default, non è una crisi creditizia. È un guasto tecnico parzialmente coperto dall'assicurazione. Eppure, le implicazioni per i due modelli non potrebbero essere più diverse.

6.5.2 Apollo risolve in 45 giorni — La Banca rimane vincolata per 4 anni

TABELLA 7.10 — TIMELINE FORBEARANCE: Apollo vs. Banca Vigilata — stesso evento, esiti radicalmente diversi			
Mese	Evento	 Risposta Banca Vigilata	 Risposta Apollo (Private Credit)
M+0	Guasto rilevato. Google sospende il 18% del canone per 90 giorni.	Apertura pratica di monitoraggio intensificato. Prima valutazione: $DSCR < 1,0x$ non ancora raggiunto, ma trend negativo segnalato all'Alta Direzione.	Conference call con lo sponsor. Apollo nomina un advisor tecnico indipendente per stimare i tempi di riparazione.
M+1	SPV chiede grace period di 12 mesi sul rimborso del capitale.	Calcolo ROF: sospensione capitale 12 mesi → ROF stimata 2,1% del VAN > soglia 1% → Classificazione UTP automatica. Accantonamento Stage 3: ~€38 M.	Apollo accorda grace period 12 mesi sul capitale (interessi invariati). Modifica dei covenant: DSCR minimo temporaneamente abbassato da 1,10x a 0,90x. Costo documentale: ~€50.000.
M+3	Riparazione completata. Google riprende il canone pieno.	Il credito rimane classificato UTP nonostante i pagamenti regolari: la classificazione ha durata minima indipendente dall'andamento effettivo.	Operazione di fatto risolta. L'SPV riprende i rimborsi regolari dal mese successivo. Impatto sul mark-to-model: trascurabile.
M+12	Fine grace period. SPV in adempimento regolare da 9 mesi.	Avvio del Cure Period: 365 giorni di pagamenti regolari obbligatori per iniziare la transizione da Non-Performing a Forborne Performing.	Apollo chiude formalmente la pratica di monitoraggio eccezionale. Il debito è di nuovo in status ordinario.
M+24	SPV ha pagato regolarmente per 21 mesi consecutivi.	Fine Cure Period: transizione a Forborne Performing. La banca rilascia parzialmente gli accantonamenti ma il credito mantiene lo stigma «forborne».	(Nessuna attività rilevante: l'operazione è tornata alla gestione ordinaria da 21 mesi)

M+48	SPV in adempimento perfetto da 45 mesi.	Fine Probation Period (730 giorni). Il credito perde finalmente l'attributo «forborne». Possibile riclassificazione in bonis. Durata totale: 4 anni.	(Nessuna attività rilevante: l'operazione è tornata alla gestione ordinaria da 45 mesi)
Sintesi: Apollo chiude la crisi in $\approx$ 45 giorni con €50.000 di costi. La Banca Vigilata è vincolata per 48 mesi con €38 milioni di accantonamenti iniziali e costi di compliance ingenti — anche se l'SPV ha ricominciato a pagare dal terzo mese. Il processo normativo non distingue tra deterioramento strutturale e shock tecnico temporaneo.			

Il «purgatorio normativo» è il termine usato da operatori bancari italiani per descrivere la rigidità post-forbearance. La logica sottostante è razionale (un debitore che ha avuto difficoltà richiede monitoraggio prolungato), ma la sua applicazione simmetrica ignora la natura dell'evento scatenante.

6.6 Il Rischio Nascosto: Fragilità Sistemica del Modello Private Credit

6.6.1 Il Trade-Off Fondamentale: Efficienza vs. Resilienza

I risultati della simulazione mettono in luce il trade-off centrale del dibattito regolamentare sul Private Credit: efficienza allocativa del modello non bancario versus resilienza sistemica del modello vigilato. Il Private Credit riesce ad allocare capitale laddove le banche non possono, data center, infrastrutture digitali, operazioni ad alta leva, e lo fa a spread significativamente più elevati (450-500 bps vs. 150-200 bps per finanziamenti investment grade comparabili), remunerando sia il rischio intrinseco sia il premio di illiquidità.

Il costo nascosto: questa efficienza allocativa ha un prezzo sistemico. I fondi di Private Credit non sono soggetti a stress test regolamentari, non hanno obblighi di diversificazione del portafoglio, non devono dimostrare adeguatezza patrimoniale a un'autorità di vigilanza, e le loro metodologie di valutazione (mark-to-model) aggiornano i prezzi degli asset con frequenza e trasparenza inferiori al mercato bancario. Il rischio non scompare: si sposta, si concentra e soprattutto si opacizza.

6.6.2 Tre Fragilità Strutturali che la Banca Intercetterebbe

TABELLA 7.11 — FRAGILITÀ STRUTTURALI DEL PRIVATE CREDIT E MECCANISMI DI INTERCETTAZIONE BANCARIA			
#	Fragilità	Come si manifesta in pratica	Come la banca la intercetterebbe
1	Concentrazione totale su un singolo off-taker	L'intera architettura del rischio di Project Phoenix dipende dalla solvibilità di Google (Alphabet). Un downgrade improvviso da AA a BBB+ trasmette immediatamente il deterioramento a tutti i data center nel portafoglio del fondo.	I limiti di concentrazione prudenziale (Large Exposure Rule, CRR art. 395: max 25% del capitale per singola controparte) imporrebbero un tetto all'esposizione verso operazioni con off-taker unico. Il trigger di concentrazione settoriale attiverebbe accantonamenti aggiuntivi ICAAP (Pillar 2).
2	Illusione di liquidità nei veicoli semi-aperti (BDC)	I Business Development Companies (BDC) e i fondi semi-liquidi offrono rimborsi periodici (mensili o trimestrali) su asset profondamente illiquidi	I requisiti LCR (Liquidity Coverage Ratio) e NSFR (Net Stable Funding Ratio) di Basilea III, applicati a banche e intermediari vigilati, impongono buffer di liquidità proporzionali al profilo di scadenza delle passività. Il

		come prestiti a 15 anni. Il mismatch emerge nelle crisi: nel primo semestre 2026, diversi BDC statunitensi hanno introdotto «gate» limitando i rimborsi al 5% del NAV trimestrale.	mismatch strutturale sarebbe limitato per via regolamentare.
3	Pro-ciclicità del mark-to-model	Le valutazioni a modello tendono a sottostimare il deterioramento nelle fasi di mercato favorevoli (i modelli usano parametri ottimistici) e a sovrastimarli nelle fasi di stress, amplificando la ciclicità dei riscatti e delle svalutazioni. Nel 2026, alcune svalutazioni tardive hanno sorpreso gli investitori LP.	L'IFRS 9 impone un approccio forward-looking che anticipa le perdite attese prima che si manifestino, riducendo la pro-ciclicità del riconoscimento delle perdite. I supervisori verificano la correttezza dei modelli di stima attraverso gli stress test annuali.

Le fragilità non implicano che il Private Credit sia un modello «sbagliato». Implicano che il rischio non è eliminato, ma spostato in una zona di minore visibilità regolamentare.

6.7 Conclusioni del Case Study: Il Gap Normativo Come Rischio Latente

La simulazione condotta sui due scenari , DataCloud Alpha e Project Phoenix , fornisce una risposta quantitativa alla domanda centrale di questo capitolo: le operazioni di Private Credit hyperscaler, se valutate attraverso il prisma normativo di un intermediario vigilato, presentano profili di rischio sistematicamente più elevati di quanto il mercato privato riconosca.

I risultati in sintesi: nel base case di DataCloud Alpha, tre trigger su cinque risultano già violati senza alcuno shock. Nello stress scenario, cinque trigger su cinque, con un impatto a conto economico di €17-38 milioni in operazioni che per Apollo avrebbero un impatto contabile trascurabile. Per Project Phoenix, il requisito patrimoniale Basilea III (€30,6 milioni di CET1) assorbirebbe circa il 10% dell'intero capitale disponibile di una banca di medie dimensioni, un effetto di crowding-out interno che spiega strutturalmente perché le banche non competono con i fondi di Private Credit su queste operazioni.

RIFLESSIONE CONCLUSIVA

I modelli di Risk Management degli intermediari vigilati, con la loro rigidità, i loro costi e le loro lunghe procedure di forbearance, non sono un anacronismo burocratico. Sono la memoria istituzionale delle crisi passate, codificata in numeri, soglie e automatismi. Il Private Credit ha guadagnato efficienza allocativa sacrificando parte di quella capacità di allerta preventiva. Questa tesi non sostiene che il Private Credit debba essere assoggettato agli stessi vincoli delle banche. Sostiene che la comprensione quantitativa del gap normativo tra i due modelli sia il presupposto indispensabile per una vigilanza macroprudenziale consapevole dei rischi del sistema finanziario del 2026.

CAPITOLO VII

CONCLUSIONE — IL SISTEMA AL BIVIO: ANATOMIA DI UNA CRISI ANNUNCIATA E LE SUE CONSEGUENZE GLOBALI

I. La Convergenza dei Rischi: Dal Locale al Sistemico

L'analisi condotta in questo elaborato segue un filo conduttore che parte dalla rigidità normativa di un intermediario finanziario vigilato valdostano e arriva a interrogarsi sulla stabilità dell'intero sistema finanziario globale. Non si tratta di un salto retorico: è la logica stessa del rischio sistemico che connette questi livelli. Finaosta, con i suoi trigger di anomalia, i suoi Cure Period e il suo CET1 al 26,16%, rappresenta il polo opposto ,e speculare, di un mercato del Private Credit che ha accumulato, nell'arco di un decennio, una massa di rischi latenti di proporzioni difficilmente quantificabili con precisione ma già parzialmente visibili negli eventi del 2025-2026.

La domanda che questo elaborato lascia aperta non è se il mercato del Private Credit statunitense conoscerà una crisi di aggiustamento significativa, ma quando e attraverso quali canali di trasmissione tale crisi investirà l'economia reale , prima negli Stati Uniti, poi, inevitabilmente, a livello globale.

II. Lo Scenario Prospettico: Tre Possibili Traiettorie

Traiettorie 1 — Il Soft Landing Regolamentare (Scenario Ottimistico)

In questo scenario, le autorità di vigilanza : SEC, Fed, ESMA, BCE , riescono a estendere progressivamente il perimetro prudenziale al settore **NBFI**²¹ prima che le fragilità strutturali identificate nei Capitoli V e VI si materializzino in perdite sistemiche. La differenziazione strategica tra gestori (quelli con dry powder abbondante vs. quelli con portafogli saturi, come evidenziato nel Capitolo V) permette un aggiustamento graduale: i fondi più fragili vengono assorbiti o liquidati ordinatamente, mentre i player più capitalizzati acquisiscono asset distressed a valutazioni ridotte. Il costo di questo scenario per l'economia reale è limitato ma non trascurabile: un razionamento del credito infrastrutturale che rallenta gli investimenti in data center e in energie rinnovabili di 12-24 mesi, un innalzamento degli spread sul debito privato di 150-200 bps, e una riduzione dei rendimenti dei fondi pensione esposti al Private Credit nell'ordine del 2-3% annuo per un ciclo di 3-4 anni.

²¹ intermediari finanziari non bancari

Traiettorie 2 — La Crisi di Liquidità Amplificata (Scenario Base)

In questo scenario, che le dinamiche già osservate nel 2025-2026 rendono il più probabile, il fenomeno del gating, già registrato presso Apollo, Ares e HPS/BlackRock, si generalizza. I BDC²² e i fondi semi-liquidi che hanno offerto promesse di liquidità trimestrale su asset strutturalmente illiquidi si trovano di fronte a richieste di rimborso che eccedono le loro riserve liquide. Il meccanismo è identico a quello di una corsa agli sportelli bancari, con la differenza cruciale che non esiste un prestatore di ultima istanza equivalente alla Fed per questi veicoli.

Le conseguenze si dispiegano su quattro livelli:

Il primo è quello dei fondi pensione e delle assicurazioni. Come avvertito da Tobias Adrian dell'FMI nel **GFSR 2024**, l'interconnessione tra Private Credit e sistema pensionistico-assicurativo trasforma una crisi di liquidità settoriale in un problema di protezione del risparmio di massa. I fondi pensione statunitensi, **CalPERS**²³, **TIAA**²⁴, i piani **401(k)** esposti ai fondi evergreen, registrano svalutazioni nei loro portafogli illiquidi. L'effetto "denominator" del 2022 si ripete con maggiore violenza: la riduzione del valore degli asset illiquidi costringe i fondi a vendere asset liquidi (azioni, obbligazioni) per riequilibrare i portafogli, amplificando la correzione sui mercati pubblici.

Il secondo livello è quello dell'economia reale americana. Il credit gap che le banche avevano lasciato aperto e che il Private Credit aveva colmato si riapre, questa volta senza un sostituto immediato. Le PMI americane, già strette tra tassi elevati e costi operativi crescenti, vedono prosciugarsi le fonti di finanziamento alternativo. Il tasso di default nel leveraged lending, già oltre il 3% a inizio 2026 secondo S&P/Moody's, accelera verso livelli storicamente associati a recessioni (5-7%). Il mercato immobiliare commerciale, già sotto pressione strutturale per le ragioni descritte nel Capitolo I, subisce un ulteriore shock: i fondi di Private Credit in modalità fire sale liquidano portafogli CRE in un mercato già illiquido, completando la **spirale deflazionistica**.

Il terzo livello è quello del mercato dei data center e dell'infrastruttura digitale. Paradossalmente, questo è il segmento più resiliente nel breve termine, protetto dalla solvibilità degli Hyperscaler off-taker. Tuttavia, il rallentamento negli investimenti in nuove capacità, causato dall'uscita dei fondi di Private Credit dal mercato del debt financing infrastrutturale, produce un effetto di strozzatura sull'offerta di computing capacity per l'AI e il cloud che si manifesta con un ritardo di 18-24 mesi. Le proiezioni di JLL Research che stimavano 420 miliardi di dollari di investimenti globali in data center entro il 2028 vengono riviste significativamente al ribasso.

²² Business Development Company

²³ California Public Employees' Retirement System

²⁴ Teachers Insurance and Annuity Association

Il quarto livello, e il più rilevante per le prospettive globali, è quello della trasmissione internazionale.

III. Il Canale di Trasmissione Globale: Perché l'Europa è Vulnerabile

La crisi del Private Credit americano si trasmette all'economia globale attraverso meccanismi ben identificabili, che ricalcano , con le necessarie differenze strutturali , i canali di contagio della crisi del 2008.

Il primo canale è quello dei flussi di capitale e del risk appetite globale. Una crisi di liquidità nel Private Credit americano innesca un flight to quality globale: capitali abbandonano gli asset illiquidi dei mercati emergenti, comprimono gli spread sul debito sovrano americano e ampliano quelli dei paesi periferici europei. Per l'Italia , già caratterizzata da un rapporto debito/PIL tra i più elevati dell'Eurozona , questo si traduce in un innalzamento del costo di rifinanziamento del debito pubblico che si somma alle pressioni già esistenti.

Il secondo canale è quello della stretta creditizia europea. Le banche europee, già costrette da Basilea III/CRR3 a mantenere buffer patrimoniali elevati, reagiscono a un deterioramento del contesto macroeconomico globale con un ulteriore inasprimento dei criteri di erogazione del credito. Le PMI italiane ed europee che, a differenza delle controparti americane, dipendono ancora in larga misura dal credito bancario tradizionale , si trovano in una morsa: il canale bancario si stringe, quello del Private Credit importato dagli USA si chiude. In questo scenario, intermediari come Finaosta assumono un ruolo anticiclico di primaria importanza, erogando credito di sviluppo in un contesto di generale restringimento dell'accesso al credito.

Il terzo canale è quello della crisi del segmento CRE europeo, già anticipata dalla vicenda UBS Euroinvest documentata nel Capitolo V. Il mercato immobiliare commerciale europeo , le cui valutazioni hanno già registrato una flessione del 15-20% dalla fine del 2024 , è esposto a un doppio shock: il repricing causato dai tassi BCE e l'effetto contagio del de-leveraging americano.

Traiettorie 3 — La Crisi Sistemica Profonda (Scenario Pessimistico)

Questo scenario si materializza qualora si verifichi la convergenza di tre shock simultanei: un downgrade a sorpresa di uno dei principali Hyperscaler off-taker (anche solo da AA ad A, con effetti a cascata sui contratti NNN e sui rating impliciti del debito strutturato correlato), un ulteriore innalzamento inatteso dei tassi d'interesse da parte della Fed in risposta a una recrudescenza inflattiva, e una crisi geopolitica che interrompa le catene di approvvigionamento critiche per il settore energetico.

In questo scenario, il parallelo con il 2008 che si è cercato di evitare nella retorica diventa inevitabile nell'analisi. L'interconnessione sistemica di fondi pensione, assicurazioni, endowment universitari, fondi sovrani trasforma le perdite su portafogli di Private Credit in perdite diffuse nel tessuto del risparmio istituzionale globale. La risposta regolatoria sarebbe inevitabilmente tardiva, come sempre accade quando il rischio si è costruito al di fuori del

perimetro di vigilanza.

IV. L'Italia e il Ruolo degli Intermediari Vigilati nel Prossimo Ciclo

In qualsiasi scenario si realizzi, emerge con chiarezza una considerazione di politica economica che questo elaborato ritiene centrale: la rigidità normativa che penalizza competitivamente gli intermediari vigilati in fasi di espansione del credito diventa un valore sistemico inestimabile nelle fasi di contrazione.

Il "purgatorio normativo" , quella sequenza di Cure Period, Probation Period e accantonamenti IFRS 9 che rende Finaosta strutturalmente incapace di competere con Apollo su operazioni di leveraged finance a 85% LTV , non è un anacronismo burocratico: è la memoria istituzionale codificata di crisi passate. È il Basilea I del 1988 che ha trasformato la lezione del 1982, il Basilea III del 2010 che ha metabolizzato il 2008. Ogni generazione di regolatori ha pagato un prezzo di rigidità presente per acquistare resilienza futura.

La crisi del Private Credit americano potrebbe paradossalmente rafforzare il ruolo degli intermediari di sviluppo regionali vigilati , quelli come Finaosta, ma anche la Cassa Depositi e Prestiti a livello nazionale, la BEI a livello europeo , come fornitori di credito anticiclico alle economie territoriali in una fase di razionamento generalizzato. La loro capacità di operazione non è limitata dai meccanismi di gating, le loro passività non sono soggette a rimborsi improvvisi, e la loro missione istituzionale non è la massimizzazione del rendimento a breve termine. In un sistema finanziario che ha progressivamente esternalizzato il rischio verso strutture opache e non vigilate, questi soggetti rappresentano , con tutti i loro costi di compliance e i loro automatismi prudenziali , un punto di stabilità strutturale che solo la crisi rende appieno visibile.

V. La Lezione di Minsky per il 2026

Hyman Minsky, evocato nell'introduzione di questo elaborato, ha costruito la sua teoria sulla fondamentale instabilità endogena del capitalismo finanziario: non sono gli shock esogeni a generare le crisi, ma la logica interna dei mercati finanziari in espansione, che spinge progressivamente da strutture di finanziamento hedge (in cui i flussi di cassa coprono sia capitale che interessi) verso strutture speculative (in cui i flussi coprono solo gli interessi) e infine schemi Ponzi (in cui nemmeno gli interessi sono coperti dai flussi operativi, e la sopravvivenza dipende dalla rivalutazione degli asset).

Il mercato del Private Credit per i data center hyperscaler è, nell'analisi condotta in questo elaborato, una struttura attualmente al confine tra hedge e speculative: i flussi di cassa dei contratti NNN coprono il servizio del debito nei casi base , ma con margini di sicurezza (**DSCR di 1,10x-1,13x**) che in presenza di qualsiasi shock, che sia energetico, tecnologico, geopolitico , diventano insufficienti. La transizione verso la struttura Ponzi , in cui la sopravvivenza del sistema dipende dalla rivalutazione continua degli asset data center e dalla disponibilità di nuovo capitale per rifinanziare i debiti in scadenza , è una possibilità che il mercato prezza come improbabile, ma che la storia dei cicli speculativi suggerisce di non

sottovalutare.

La stabilità, come Minsky ha dimostrato, genera instabilità. Anni di pagamenti regolari degli Hyperscaler, di valutazioni in crescita del 22% annuo sugli asset data center, di rendimenti premium per gli investitori dei fondi di Private Credit, hanno costruito una narrativa di certezza che è esattamente il terreno su cui germogliano le crisi. Non perché la narrativa sia falsa, la domanda di computing capacity per l'AI è reale, la solidità di Google e Microsoft è reale, ma perché ogni narrativa di certezza induce una compressione del premio a rischio che lascia il sistema senza margini di sicurezza quando succede l'impensabile.

Il futuro del credito, nella prospettiva che questo elaborato ha cercato di tracciare, non appartiene né al modello bancario vigilato nel suo stato attuale, troppo costoso, troppo rigido, troppo penalizzato per finanziare le infrastrutture dell'economia digitale, né al modello del Private Credit nella sua forma presente, troppo opaco, troppo leverage, troppo disconnesso dai meccanismi precauzionali che trent'anni di riforme hanno costruito nel sistema bancario regolamentato. Appartiene invece, a un modello ibrido che non esiste ancora pienamente: uno spazio regolamentare che estenda selettivamente i principi prudenziali dell'IFRS 9 e di Basilea III al settore degli intermediari finanziari non bancari, senza replicare l'intera rigidità procedurale; che imponga trasparenza nelle valutazioni senza eliminare la flessibilità contrattuale; che garantisca la liquidità degli investitori senza fingere che asset con durata di 15-20 anni possano essere rimborsati trimestralmente senza conseguenze sistemiche.

La comprensione del gap normativo tra i due modelli, tra Finaosta e Apollo, tra il Cure Period e il grace period, tra l'IFRS 9 e il mark-to-model²⁵, non è un esercizio accademico. È il presupposto indispensabile per costruire quella architettura regolatoria che il sistema finanziario del 2026 non ha ancora, ma di cui avrà urgente bisogno prima che la prossima crisi la renda obbligatoria.

²⁵ è un metodo di valutazione finanziaria utilizzato per stimare il valore di asset e passività quando non esiste un prezzo di mercato di riferimento o un mercato liquido attivo. Questa pratica si affida a modelli matematici, proiezioni di flussi di cassa e stime di rischio, contrapponendosi alla più comune valutazione mark to market (basata sui prezzi correnti)

BIBLIOGRAFIA

- UTILIZZO DI INTELLIGENZA ARTIFICIALE (GEMINI 3.5 E CLAUDE OPUS 4.6) come plug in per lo sviluppo della tesi nella correzione grammaticale e sintattica dei paragrafi , per svolgere calcoli e tabelle.

Sul mercato del Private Credit e la crisi di liquidità 2026:

- <https://www.cnbc.com/2026/03/25/private-credit-defaults-loan-quality-debt-risk-systemic-ai-disruption.html> — CNBC, "Private credit's 'zero-loss fantasy' is coming to an end" (marzo 2026) — ottimo per citare i gating di Apollo, Ares, Blue Owl
- <https://www.withintelligence.com/insights/apollo-and-ares-cap-redemptions-for-non-traded-bdcs/> — dati precisi sui BDC con percentuali di rimborso negate
- <https://www.investmentexecutive.com/news/private-credit-recap-asset-managers-respond-to-elevated-redemption-requests/> — riepilogo di tutti i gestori che hanno applicato limiti ai rimborsi Q1 2026
- <https://pitchbook.com/news/articles/private-credit-bdc-redemption-requests-likely-to-peak-in-q2-2026-bofa> — PitchBook/BofA, proiezione rimborsi Q2 2026
- <https://www.yardeni.com/tools/private-credit-monitor> — cronologia completa della crisi (Yardeni Research, aggiornata)
- <https://www.goldmansachs.com/insights/goldman-sachs-exchanges/cracks-in-private-credit> — Goldman Sachs "Cracks in Private Credit", podcast con Howard Marks e Michael Arougheti (maggio 2026)
- <https://www.familywealthreport.com/article.php/The-Future-of-Private-Credit-is-Already-Here-> — panel su default rate al 6% (Fitch, aprile 2026)
- <https://www.withintelligence.com/insights/private-credit-outlook-2026/> — panoramica strutturale del mercato con dati PIK e default

Sui default rate e la qualità del credito:

- <https://www.moody's.com/web/en/us/insights/credit-risk/private-credit/us-corporate-default-risk-in-2026.html> — Moody's, analisi del rischio di credito USA, aprile 2026
- <https://www.fairobserver.com/economics/private-credit-in-2026-between-silent-expansion-and-hidden-fragility/> — analisi strutturale delle fragilità latenti

Sul mercato dei data center e il finanziamento AI:

- <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/private-markets-expected-to-have-growing-role-in-data-center-financing> — Goldman Sachs Research sul ruolo crescente dei mercati privati nel finanziamento AI (maggio 2026)
- <https://about.bnef.com/insights/commodities/ai-data-center-build-advances-at-full-speed-five-things-to-know/> — BloombergNEF, capex data center vicino a 750 miliardi nel 2026
- <https://www.cnbc.com/2026/04/06/ai-data-centers-financing-insurance-deals-gpu-debt.html> — CNBC, "AI data centers stress test insurers as private capital floods in"
- <https://www.breckinridge.com/insights/the-price-of-ai-how-capex-is-rewriting-tech-balance-sheets> — Breckinridge Capital, rischi di concentrazione su OpenAI/Anthropic come clienti
- <https://www.ropesgray.com/en/insights/viewpoints/102mvfl/data-center-investment-in-2026-ai-demand-power-constraints-and-private-equity> — Ropes & Gray, analisi legale/finanziaria del mercato data center 2026

Finaosta e controllate

- <https://www.finaosta.com/info-utili/pillar-iii-informativa-al-pubblico/> — Terzo Pilastro , Informativa al pubblico
- <https://www.finaosta.com/info-utili/finaosta-trasparenza-bancaria/> — Trasparenza Bancaria
- <https://finaosta.portaletrasparenza.net/> — Portale Trasparenza , tutte le informazioni societarie Bilanci , organizzazione , disposizioni , collaboratori...

Altro

- <https://icebergfinanza.finanzaonline.com/2026/05/12/private-credit-crisis/> — Blog di Andrea Mazzalai , investitore indipendente , autore di Iceberg Finanza - Viaggio Attraverso la tempesta perfetta
- <https://icebergfinanza.finanzaonline.com/2026/03/12/private-credit-bubble-debt-deflation/>