

BRIGHTSIDE CAPITAL

## RIDERS ON THE STORM

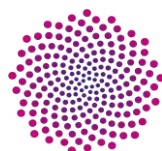


*Immagine tratta dal film Master and Commander*

*“Riders on the storm  
Into this house we’re born  
Into this world we’re thrown”*

*The Doors — Riders on the Storm, 1971*

Ci sono anni in cui il mercato sembra quasi annoiarsi: drawdown brevi, volatilità schiacciata, qualunque dip ricomprato nel giro di qualche seduta. Il 2025 è stato uno di questi, e il 2026 è partito sullo stesso binario. **Eppure, mentre la superficie resta calma, sotto cambia qualcosa.** È il tema che ADAPT Investment Managers, un hedge fund attivo nello spazio della volatilità, affronta nel suo white paper di marzo 2026, “Risk Actually”, firmato dal CIO Alexis Maubourguet e dal CEO Clément Mary-Dauphin: la struttura stessa del mercato — **chi fornisce liquidità, chi la toglie, chi stabilizza, chi amplifica** — è cambiata in modo profondo negli ultimi cinque anni, e nessuno l’ha ancora vista funzionare sotto vero stress.



## Stabilizzatori e “Fragilizzatori”: una mappa per leggere i prossimi anni

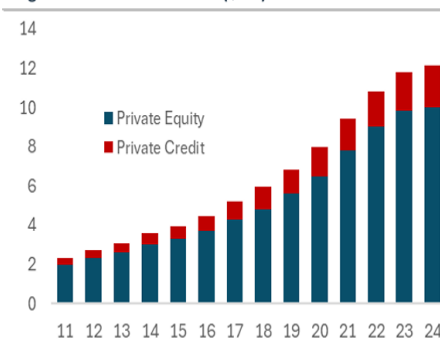
Il framework proposto da ADAPT è utile perché non lavora su catalizzatori o trend fondamentali che alimentano le narrative degli analisti quali AI, geopolitica, cyber, energia — ma sulla reattività del sistema. Gli autori dividono gli operatori in due famiglie. Da un lato gli “Stabilizzatori”: investitori che si basano sull’analisi dei bilanci e dei fondamentali, banche, banche centrali, stati. Sono controciclici, hanno orizzonti lunghi, mandati che vanno oltre il profitto immediato, e tendono a fornire liquidità proprio quando serve. Dall’altro i “Fragilizzatori”: illiquidi, passivi, hedge fund multi-strategy (hedge fund che allocano capitale a più team con strategie diverse) che operano con un utilizzo spinto della leva, market maker indipendenti, ed infine gli investitori retail. In condizioni normali aggiungono efficienza e volumi, cavalcando i rubinetti della liquidità in fasi stabili, “riding the calm before the storm”, potremmo dire; in condizioni di stress la loro funzione obiettivo — difendere capitale, rispettare i limiti di rischio, evitare perdite significative di capitale — li porta a ritirare liquidità proprio quando il mercato ne ha più bisogno. **Questi attori in sintesi amplificano i cicli, accentuando il proprio posizionamento in linea con la direzione che prendono i mercati, investendo a leva quando le cose vanno bene, e vendendo forzatamente appena si abbassa la marea della liquidità.** Gli autori non demonizzano i “Fragilizzatori”: un mercato senza di loro sarebbe meno liquido e più costoso. Il punto, piuttosto, è un altro: il peso relativo tra le due famiglie è cambiato, e non di poco, con ramificazioni profonde sulla struttura di mercato.

## I sette trend ai loro massimi (o minimi) storici

Il paper identifica sette trend, ciascuno ai suoi estremi di ciclo. Li riportiamo in forma sintetica, rimandando al documento originale chi volesse approfondire ulteriormente.

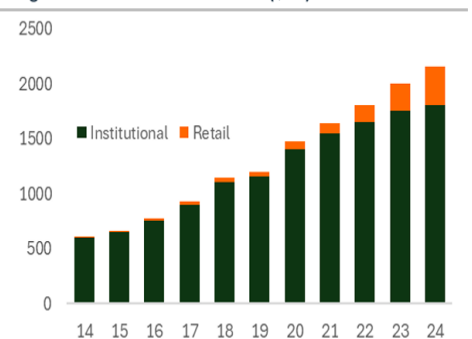
1. Private assets ai massimi. Secondo IMF e Preqin gli AUM dei mercati privati non sono mai stati così alti, e il private credit ha ormai una quota crescente di investitori retail (stimabile secondo alcune fonti fino al 15%). Il Financial Times segnala che i fondi di private credit hanno comprato nel 2025 quasi 14 volte il debito consumer dell’anno prima. Il problema,

Fig. 1.1. Private Asset AUM (\$trn)

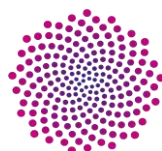


Source: IMF, Nasdaq, Preqin, ADAPT IM

Fig. 1.2. Private Credit fund AUM (\$bn)



Source: IMF 2025 Global Financial Stability Report



## BRIGHTSIDE CAPITAL

tuttavia, non è tanto la dimensione, ma l'assenza di liquidità e pratiche dubbie di valutazione – dimensioni che non che non sono riflesse nel premio per il rischio: lock-up pluriennali in cambio di premi sempre più sottili. **Finché c'è liquidità disponibile nel sistema, lo schema regge**; quando le condizioni cambiano, la gestione del rischio per raccogliere cassa andrà a ricadere sulla parte liquida del portafoglio, esacerbando i ribassi degli asset liquidi.

2. Passivi record. Secondo Goldman Sachs, dal 2007 quasi 4 trilioni di dollari sono usciti dai fondi attivi, e circa 6 trilioni sono entrati in strategie passive quali ETF su indici. **La BCE stima che i passivi rappresentino ormai vicino al 60% degli AUM azionari in Europa.** Torneremo su questo punto, perché è quello dove la matematica comincia a parlare in modo più netto.
3. Multi-strategy ai massimi. Le piattaforme hedge funds multi-manager hanno circa un terzo del valore lordo di mercato detenuto da tutta la comunità degli hedge fund sull'azionario americano e il 37% dei volumi giornalieri medi, sempre secondo Goldman Sachs. La disciplina di risk management che le ha rese vincenti — stop loss rigidi, tagli rapidi dell'esposizione ai team la cui performance risulti in fase calante — è la stessa che, su questa ampia scala, rischia di trasformarle in amplificatori di volatilità se più team di gestione si trovassero nella stessa situazione. **BNP stima che la correlazione dei multi-strategy all'equity sia salita all'88% nel 2025, dal 28% del quinquennio precedente.**
4. Liquidità sempre più in mano a operatori non obbligati a farla. Il ruolo di un market maker è fornire liquidità in qualsiasi scenario di mercato, guadagnando sullo spread tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita. Storicamente erano le grandi banche

**Fig. 2.4. 10 largest companies as share of S&P 500**



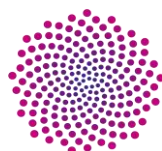
Source: Goldman Sachs FICC and Equities

### MAI COSÌ CONCENTRATO

L'S&P 500, lo strumento più usato per investire passivamente nell'economia americana, oggi non rispetta più nemmeno la definizione di "fondo diversificato" data dalla SEC (l'autorità di vigilanza USA). Le regole dicono che, per essere considerato diversificato, un fondo deve rispettare due limiti:

- massimo 25% del patrimonio concentrato nelle prime 10 posizioni
- nessun singolo titolo sopra il 5%

Oggi lo SPY (il principale ETF sull'S&P 500) ha oltre il 36% del patrimonio concentrato nei primi 10 titoli: un record storico. Nvidia, Apple e Alphabet da sole superano già il 5% ciascuna, e Microsoft è appena sotto. In sostanza: l'indice più famoso al mondo, venduto come sinonimo di "mercato diversificato", tecnicamente non lo è più.



## BRIGHTSIDE CAPITAL

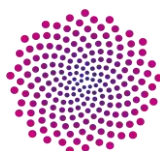
d'investimento a svolgere questa funzione. Negli ultimi anni, però, società non bancarie e fondi quant — che operano in modo sistematico sulla base di algoritmi e modelli matematici — hanno progressivamente eroso questa posizione. **Jane Street e Citadel Securities, messe insieme, generano oggi ricavi di trading pari a oltre il 30% delle cinque grandi banche di investimento americane, contro l'8% di dieci anni fa (Bloomberg).** Diversi per natura, market maker non bancari e fondi quant condividono una caratteristica: **non sono obbligati a fornire liquidità.** Lo fanno finché conviene e marginano. Quando la volatilità sale, possono alzarsi dal tavolo con un click e non fornire liquidità in fasi di stress, di fatto ritirandosi. Le banche, più regolamentate e con clienti da servire, sono strutturalmente più lente a ritirare liquidità dal mercato e a chiudere i propri libri. Finché erano comparse il problema era contenuto; **ora che rivaleggiano con le banche d'investimento, un loro ritiro simultaneo in fase di stress creerebbe problemi di liquidità di colpo.**

5. Partecipazione retail ai massimi. Secondo SEC e Members Exchange (un exchange azionario lanciato a settembre 2020 dalle principali banche e dai primari broker statunitensi), **il 60% delle famiglie americane possiede azioni: il livello più alto di sempre.** Il 29% dei volumi sulle opzioni viene dal retail (Bloomberg). Il paper ricorda come il “buy the dip”, che ha funzionato splendidamente negli ultimi anni, abbia le caratteristiche di una martingala: regge finché c'è capitale disponibile. L'episodio “Captain Condor” di fine 2025 (circa 50 milioni di dollari di perdite in una community retail che vendeva volatilità in modo sistematico) è un piccolo promemoria di cosa succede quando il regime cambia.

### CAPTAIN CONDOR

Dietro il nickname “Captain Condor” c'è David Chau, un trader 32enne che sul web aveva costruito un seguito di circa 1.000 investitori retail vendendo consigli di day trading sulle opzioni. Il soprannome viene dalla sua strategia preferita: l'iron condor, una combinazione di opzioni che incassa un piccolo premio finché l'indice resta in un certo intervallo di prezzo. In pratica, è come “vendere un'assicurazione” contro movimenti bruschi del mercato: si guadagna poco ma con regolarità quando i mercati sono calmi, e si perde tanto e tutto insieme quando si muovono forte. La strategia in sé non è sbagliata. Il problema è stato come veniva applicata. Chau e i suoi seguaci usavano un approccio “raddoppia e spera”: dopo ogni perdita importante sull'S&P 500, raddoppiavano la posizione per cercare di recuperare. Risultato: un'esposizione che cresceva in modo esponenziale, fino a diventare insostenibile. Al 23 dicembre, le posizioni aperte avevano raggiunto circa 90.000 contratti.

Il 24 dicembre 2025, durante la seduta ridotta della Vigilia, è bastato un movimento dell'indice inferiore a 50 punti base per far saltare tutto: decine di milioni di dollari bruciati in poche ore, causati da un mix micidiale di leva eccessiva, bassa liquidità festiva e dimensionamento fuori controllo delle posizioni. Il dettaglio più amaro: quel giorno l'S&P 500 ha chiuso ai massimi storici. Non è stato un crollo di mercato a distruggere questi conti, ma la struttura di rischio stessa della strategia.



# BRIGHTSIDE CAPITAL



Lance Roberts @LanceRoberts · Dec 29, 2025  
 #Retail flows into the #stock #market have continued to accelerate, as #leverage and #margin #debt increase.

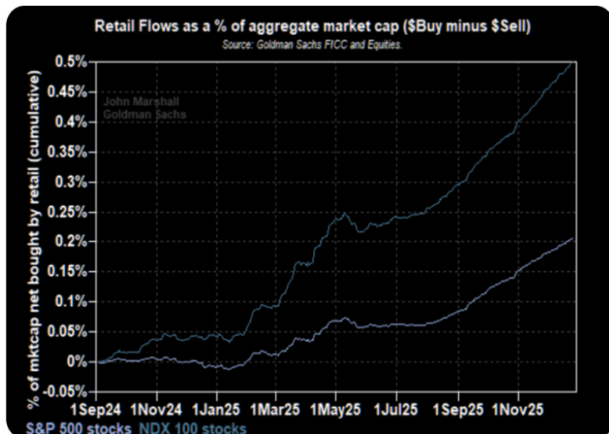
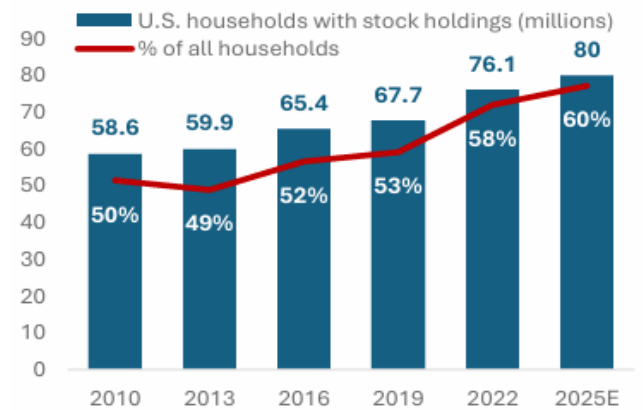
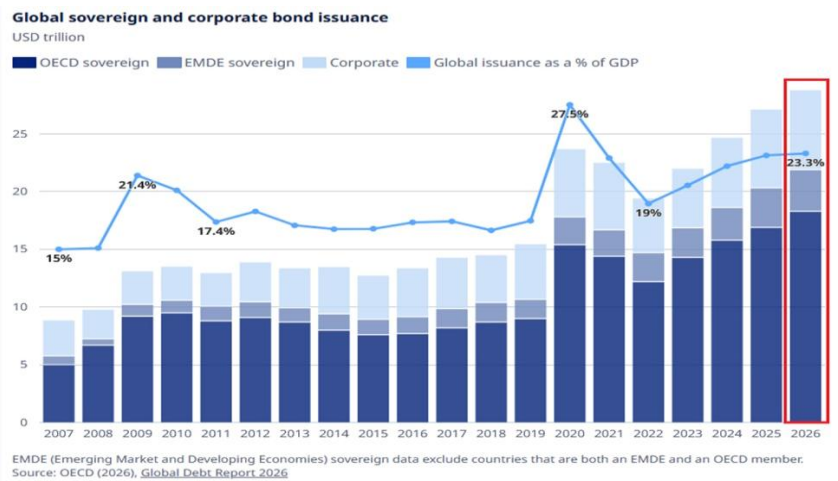


Fig. 5.1. US households' stock ownership reaches 60

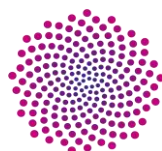


Source: SEC, MEMX

6. Dry powder dei sovrani al minimo. Il debito pubblico è ai massimi dagli anni '50 nelle economie avanzate, e mai così alto nelle emergenti. Il deficit federale USA è intorno al 6% del PIL in un'economia a pieno impiego. Un working paper BCE del 2024 ricorda che la credibilità delle banche centrali — che è il vero motore della loro efficacia — è stata erosa dal salto inflazionistico post-pandemia e dalla comunicazione non sempre coerente del ciclo 2022-2024: **gli Stabilizzatori di ultima istanza hanno meno munizioni e meno fiducia addosso di quanta ne avessero nel 2008 o nel 2020.** Ad esempio, già oggi la BOJ detiene ca. il 7% dell'intero mercato azionario giapponese, e secondo un articolo del Japan Times di settembre 2025, il piano di dismissione della banca centrale di ca. 620 miliardi di yen all'anno, si tradurrebbe in un'uscita dall'azionario da parte della banca centrale su un orizzonte di oltre un secolo... In altre parole, la banca centrale non solo ha esaurito la "dry powder", ma è costretta a gestire con cautela estrema le munizioni già sparate in precedenza.



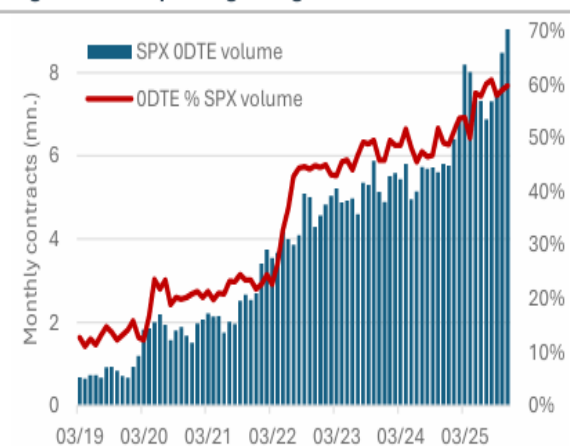
7. Leverage a picchi di ciclo. Non si tratta solo del margine di conto che permette di costruire posizioni a leva, ma di una vera e propria devianza endemica del sistema:



## BRIGHTSIDE CAPITAL

- I volumi in opzioni (incluse quelle con scadenza giornaliera) hanno toccato massimi storici con le opzioni 0 days to expiry o ODTE hanno toccato il 62% dei volumi totali delle opzioni su S&P 500 ad agosto 2025 (fonte: Cboe)
- Il valore complessivo delle opzioni scambiate fuori dai mercati regolamentati (il cosiddetto mercato "Over the Counter") è cresciuto di oltre il 70% dal 2018 (dati della Banca dei Regolamenti Internazionali o BIS)
- Il 90% dei private asset che detengono un rating, è oggi valutato da agenzie specialistiche e non dalle Big Three (dati IMF), e il Financial Times ha documentato oltre 120 miliardi di dollari di debito per data center AI spostati in veicoli SPV fuori bilancio.
- Aggiungiamo la quota crescente di prestiti Payment-in-Kind nel private credit, quelli in cui il debitore non paga gli interessi in contanti ma li aggiunge al capitale da restituire, un meccanismo tipicamente usato dalle aziende che non generano abbastanza cassa, arrivata all'11% secondo Lincoln International, quasi il doppio rispetto a quattro anni fa. Il quadro è quello di un sistema che, in modi sempre più creativi, rende la leva, e di conseguenza il rischio, meno visibile senza però contenerlo o farlo sparire.

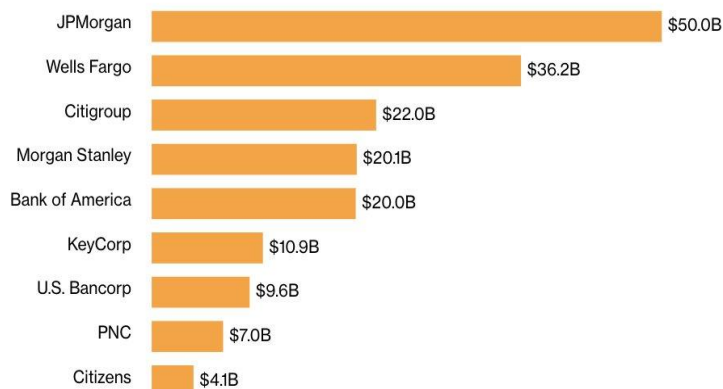
Fig. 7.2. ODTE options growing



Source: Bloomberg Intelligence

### Large Banks Tally \$180 Billion of Loans to Private Credit Firms

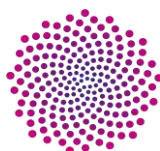
Lenders offered the new disclosures this week in a bid to calm investors



Note: Numbers are approximations disclosed in earnings. Wells Fargo's exposure is for the first quarter; Citigroup's exposure is for the last quarter of 2025; Morgan Stanley's lending to private credit accounts for the vast majority of its \$20.1 billion lending to business credit intermediaries.  
Source: Bank earnings

## Il modello di Green: cosa succede quando cala la quota di asset gestiti attivamente

Il passaggio più denso del paper, a nostro avviso, è il richiamo al lavoro di Michael Green (Simplify Asset Management), Hari Krishnan e Stephan Sturm: "A Model for Passive That Breaks the Market", pubblicato su SSRN a marzo 2026. Green, che da anni racconta in



# BRIGHTSIDE CAPITAL



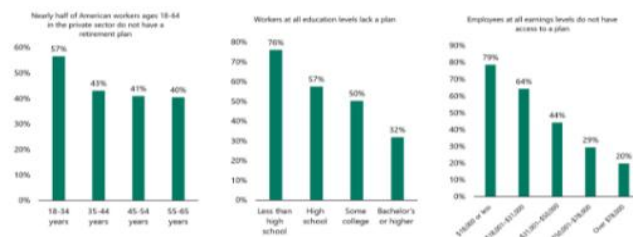
Michael Green @profplum99 · Apr 10  
Ewe have it so good...

April 10, 2026

## Almost Half of American Households Have No Retirement Savings

Nearly half of working-age Americans don't have a retirement account, with the shortfall most acute among younger, less-educated and lower-income workers, see chart below and [here](#).

Almost half of American households have no savings in retirement accounts



Sources: AARP, Apollo Chief Economist

conferenze e podcast l'idea che gli investimenti passivi abbiano cambiato non solo le quotazioni degli attivi ma proprio la struttura del mercato a livello meccanico, propone insieme ai coautori un modello in cui il prezzo di un indice si muove per effetto di due forze contrapposte. La prima è una forza che riporta il prezzo verso il suo valore intrinseco o "corretto": è il lavoro dei gestori attivi, che vendono quando un titolo è caro e comprano quando è a sconto. La seconda è la volatilità normale del mercato, quella che fa oscillare i prezzi in entrambe le direzioni.

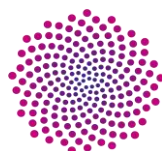
Il punto chiave del modello è semplice:

la forza che riporta i prezzi ai fondamentali dipende da quanti gestori attivi ci sono. Se la quota passiva cresce, quella forza si indebolisce automaticamente, non per opinione, ma per matematica. A quel punto non servono shock più grandi per avere correzioni più grandi: **basta togliere chi normalmente compra quando i prezzi scendono troppo. Gli stessi shock di sempre producono movimenti più ampi e, soprattutto, più lenti a rientrare.** In pratica, lo stesso investimento passivo che in condizioni normali rende il mercato più efficiente e offre un'esposizione a basso costo, in condizioni di stress rischia di allungare la durata delle crisi. Non è l'unica teoria in circolazione e non è una previsione: è piuttosto un modello. Il suo pregio è mettere in formula un'intuizione che molti operatori, anche lontani dalla scuola di Green, hanno già da tempo.

Giusto per dimensionare il fenomeno, si ricorda una stima della BCE: ogni 1% in più di ownership passiva aggiunge 0,45% di correlazione dei rendimenti dentro l'EURO STOXX. Più correlazione, a parità di volatilità dei singoli titoli, significa più volatilità di indice.

## Una struttura nuova, mai testata

Il punto su cui vale la pena fermarsi è questo: nessuno dei sette blocchi era, nel 2020, alle dimensioni odierne. Il che significa che abbiamo, al massimo, due anni di dati di mercato su



## BRIGHTSIDE CAPITAL

questa configurazione, e durante quei due anni non è successo niente di davvero serio. Non siamo di fronte a una rilettura di crisi passate, ma a un ecosistema che semplicemente non ha mai affrontato un vero regime di stress.

Qualche avvisaglia, però, c'è già stata. A gennaio 2026 il mercato dei JGB giapponesi è andato in cortocircuito con volumi tutto sommato modesti. L'argento, nello stesso mese, ha fatto la peggior seduta della sua storia con un calo giornaliero di oltre il 30%. Sono episodi che vanno letti per quello che sono: piccoli test su mercati di nicchia. **Ma raccontano qualcosa di specifico sulla dinamica odierna dei rubinetti della liquidità, un mercato che quando vuole salire non trova venditori, e quando vuole scendere non trova compratori.**

Affidarsi al passato per prevedere come reagirà questo sistema è, pertanto, un esercizio fragile. Non perché la storia non insegna, ma perché i canali di trasmissione sono nuovi: **banche che prestano a fondi di private credit, hedge fund multi-strategy agganciati tramite prime brokerage agli stessi market maker, SPV di data center AI "rebrandizzati" come titoli asset backed, ETF che vendono opzioni e investitori retail che comprano call su singoli nomi tech, con scadenze imminenti che prima non era nemmeno possibile pensare.** Al momento questo costruito regge perché tutti i tasselli risultano funzionanti. La domanda, naturalmente, è cosa succede se una delle tessere salta.

### A noi di presentare, al lettore la valutazione

Chiudiamo dove abbiamo iniziato. Il white paper di ADAPT non è un call al ribasso, e questa Side View nemmeno. È un invito a prendere sul serio il fatto che la struttura di mercato del 2026 non è quella del 2019, e che molti dei meccanismi che oggi sembrano fornire liquidità sono, nella sostanza, opzionali: funzionano finché conviene funzionino.

Ci limitiamo dunque a segnalare che gli ingredienti descritti dalla casa di gestione ginevrina attiva nell'ambito della volatilità, uniti alla lettura più matematica di Green sul mondo degli investimenti passivi indicizzati, hanno una caratteristica non comune: possono convivere con lunghi periodi di stabilità, e poi, tutto ad un tratto, far prendere al mercato una piega molto diversa. Come cantavano i Doors, finché la storia ci vede "*riders on the storm*", il punto non è prevedere il fulmine; è sapere dove si è seduti nel momento in cui arriva.

Approfondimento a cura di **Mattia Segre**.

Lugano, 26 aprile 2026.

