

Allianz Research | 20 Febbraio 2026

Private equity in trasformazione: dalla crisi delle distribuzioni a una ripresa selettiva

Ludovic Subran
Chief Investment Officer & Chief
Economist
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Bosco Carrera
Head of Private Markets Investment
Strategy
jordi.bosco.carrera@allianz.com

Nils Bradtke
Senior Investment Strategist
nils.bradtke@allianz.com

Guillaume Dejean
Senior Sector Advisor
guillaume.dejean@allianz-trade.com

America Hernandez Ortiz
Senior Investment Strategist
america.hernandez@allianz.com

Hsiao-Chiao Hung
Research Assistant
sandy.hung@allianz.com

In sintesi

Il private equity si trova in un momento di svolta cruciale. L'attività di exit è rimbalzata con forza nel 2025, con un valore globale delle operazioni che ha raggiunto i 905 miliardi di dollari. Tuttavia, il 78% era concentrato in mega-exit, lasciando di fatto stagnante l'inventario del mid-market. Finché la liquidità non si estenderà oltre la fascia più alta, la normalizzazione delle distribuzioni rimarrà strutturalmente incompleta.

Tre pressioni cumulative definiranno il 2026. La biforcazione del settore software sta accelerando, il rifinanziamento nel private credit si sta restringendo e le decisioni di re-up dei Limited Partner (LP) stanno arrivando simultaneamente. La domanda centrale è se gli sponsor riusciranno a convertire il valore di portafoglio in distribuzioni realizzate abbastanza rapidamente da preservare la capacità di raccolta, oppure se la liquidità sintetica diventerà la norma anziché l'eccezione.

Il software sta attraversando una trasformazione, non un'estinzione. I vincitori saranno definiti da due criteri: dati proprietari che i modelli linguistici di grandi dimensioni non possono replicare e workflow mission-critical con un valore di automazione dimostrabile. I perdenti saranno probabilmente i modelli basati su licenze "a postazione" e le soluzioni puntuali con funzionalità facilmente replicabili. Per i portafogli delle annate 2020-2021, la composizione dell'esposizione software tra queste due categorie sarà il principale determinante della fattibilità delle exit e degli esiti valutativi.

Lo stress nel private credit sta chiudendo il canale di rifinanziamento che ha sostenuto le distribuzioni dal 2023. Circa il 40% dei prenditori di credito privato registra oggi un flusso di cassa libero negativo; l'uso di PIK è in aumento anche se gli spread nominali si comprimono, e il 46% dei prestiti software in essere matura entro quattro anni. Il meccanismo è diretto: man mano che i finanziatori rivalutano la solidità dei modelli di business, il rifinanziamento diventa selettivo, il leverage financing per gli acquirenti si restringe, la platea di acquirenti idonei si riduce e i prezzi di clearing delle exit diminuiscono, proprio per gli asset più dipendenti dalla disponibilità di credito per poter essere scambiati.

Le prospettive macroeconomiche per il 2026-2027 sono favorevoli alle distribuzioni. L'allentamento delle condizioni finanziarie, la crescita resiliente e il miglioramento delle valutazioni dei mercati pubblici creano condizioni positive per le exit. Tuttavia, l'intersezione tra la trasformazione del software e lo stress nel private credit introduce rischi ribassisti significativi per le previsioni di distribuzione. L'industria che emergerà da questa transizione sarà più piccola, più specializzata, più focalizzata sull'operatività e più realistica riguardo alla permanenza della disruption tecnologica nei modelli di business.

Le nostre previsioni sulle distribuzioni nel private equity suggeriscono un cauto ottimismo, ma con un'ampia gamma di possibili risultati. Il nostro modello proprietario prevede un miglioramento delle distribuzioni di alcuni punti percentuali (pps) nel 2026 sotto le ipotesi di

base, raggiungendo rendimenti del 17-19%. Tuttavia, gli esiti variano in modo significativo: da un miglioramento di 8 pps in uno scenario positivo con una riuscita trasformazione del software e resilienza del credito, fino a un calo di 3 pps in uno scenario negativo caratterizzato da forte disruption e stress creditizio che prolungherebbero la siccità fino al 2028.

La liquidità diventa il vincolo centrale: il nuovo contratto del private equity e la sfida della normalizzazione delle exit

Dall'IRR al DPI, dopo tre anni di tassi d'interesse elevati e persistenti difficoltà di valutazione, il "contratto" del private equity ha subito cambiamenti strutturali significativi. Attualmente, i limited partner affrontano una molteplicità di sfide cumulative, tra cui flussi di cassa netti negativi che limitano la capacità di sottoscrivere nuovi impegni, una maggiore attenzione all'attribuzione della performance mentre proliferano nuove metodologie di benchmarking, e pressioni persistenti di ribilanciamento di portafoglio nonostante condizioni di mercato migliorate. Questa urgenza si è tradotta in cambiamenti comportamentali concreti: i limited partner stanno riducendo le loro relazioni con i general partner di una media stimata tra il 20% e il 30%¹. Stanno concentrando il capitale sui gestori che hanno dimostrato disciplina costante nelle distribuzioni e percorsi credibili di monetizzazione. I re-up non sono più automatici e i gestori devono guadagnarsi attivamente il proprio posto nei portafogli, in cui la velocità del cash — e non più le narrative di crescita — è diventata il criterio primario di selezione. L'acuto "denominator effect" che ha caratterizzato il periodo 2022-2023, quando il calo dei mercati pubblici ha spinto meccanicamente le allocazioni al private equity oltre i target, si è in gran parte attenuato grazie al rimbalzo dei mercati azionari. Tuttavia, i vincoli di portafoglio persistono, poiché i principali fondi pensione pubblici statunitensi stanno riducendo attivamente l'esposizione al private equity attraverso tagli ai target di allocazione. Nel frattempo, i backlog di exit persistenti e i capital call che superano le distribuzioni stanno di fatto chiudendo molti investitori a tutto ciò che non sia una relazione di massima convinzione.

Le sfide sono particolarmente gravi per gli sponsor che gestiscono portafogli delle annate 2020-2021. In questi casi, i fondi hanno allocato capitale a valutazioni di picco con ipotesi di underwriting basate su periodi di detenzione di cinque o sei anni, il che implica finestre naturali di exit concentrate tra il 2025 e il 2027. Tuttavia, l'intersezione tra divari persistenti tra domanda e offerta, una domanda selettiva da parte degli acquirenti e rischi emergenti specifici di settore — in particolare nella tecnologia e nel software, dove la disruption dei modelli di business ha compresso le valutazioni — minaccia ora di estendere queste tempistiche proprio mentre l'impazienza dei limited partner è al suo apice. Questo cambiamento non sembra essere una semplice fase ciclica destinata a invertirsi automaticamente con tassi più bassi. Piuttosto, riflette una ricalibrazione strutturale delle aspettative dei limited partner, come dimostrato dal cambiamento nei parametri di performance considerati prioritari. Il 21% dei limited partner considera ora le distribuzioni rispetto al capitale versato (DPI) come la metrica più critica. Si tratta di un aumento di 13 punti percentuali rispetto a soli tre anni fa, quando solo l'8% dava priorità a questa metrica. Nel frattempo, la quota di chi ritiene l'IRR la misura più importante è scesa dal 42% al 35%. In questo contesto, la capacità di generare distribuzioni su larga scala è diventata cruciale non solo per la percezione delle performance dei fondi attuali, ma anche per la futura capacità di raccolta. Il settore è entrato in una fase in cui la qualità dell'esecuzione e la disciplina nelle distribuzioni funzionano come differenziatori essenziali, piuttosto che come fattori marginali di performance (Tabella 1).

Tabella 1: La metrica di performance più importante per i Limited Partner nella valutazione di un gestore

Metric	Today (% most critical)	Three years ago (% most critical)	Change (pp)
IRR	35	42	-7
DPI	21	8	13
TVPI/MOIC	21	15	6
PME	8	5	3
TVM	7	5	2

Fonti: McKinsey Allianz Research

Note: I valori rappresentano la percentuale di rispondenti che hanno indicato ciascuna metrica di performance con un punteggio di 5 su 5 (ovvero 'la più critica').

DPI = Distributed to Paid-In Capital (distribuito rispetto al capitale versato);

TVPI / MOIC = Total Value to Paid-In Capital / Multiple on Invested Capital (valore totale rispetto al capitale versato / multiplo sul capitale investito);

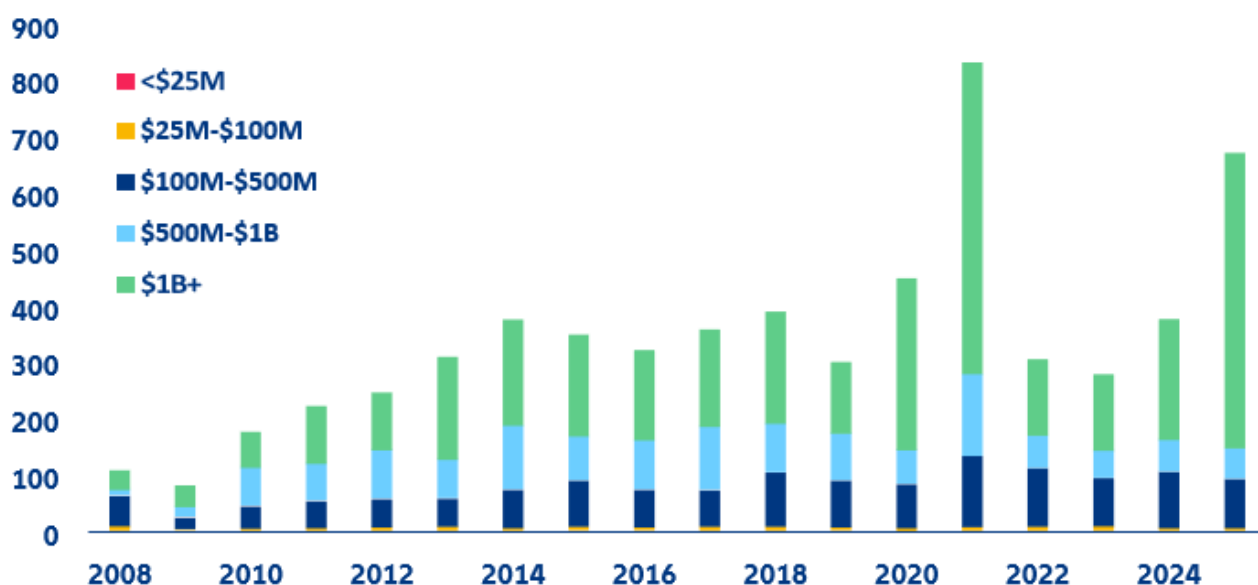
PME = Public-Market Equivalent (equivalente del mercato pubblico);

TVM = Time Value of Money (valore temporale del denaro).

¹ McKinsey PEsurvey (Jan25)

I mercati delle exit si stanno riaprendo, ma la ripresa rimane selettiva piuttosto che generalizzata. Dopo due anni di attività contenuta, il 2025 ha segnato un autentico punto di svolta: il valore delle exit nel private equity è rimbalzato con forza, soprattutto negli Stati Uniti, dove le uscite hanno raggiunto circa 728 miliardi di dollari, il secondo miglior dato mai registrato dopo il 2021. Questo conferma che le condizioni di uscita stanno migliorando e che il mercato è tornato operativo per transazioni di scala e qualità sufficienti. Tuttavia, la cifra complessiva nasconde una realtà strutturale: la liquidità rimane fortemente concentrata nella fascia alta degli asset. Le mega-exit hanno rappresentato circa il 78% del valore totale delle uscite nel 2025, segnalando che il mercato è aperto principalmente per società grandi e di alta qualità, mentre una parte significativa dell'inventario più ampio del private equity rimane sostanzialmente stagnante. Questa dispersione influisce direttamente sulle previsioni di distribuzione. La capacità di eliminare il backlog di exit non dipende solo dai volumi aggregati di uscita, ma anche dalla possibilità di individuare acquirenti per asset mid-market e di qualità inferiore, a valutazioni che sponsor e LP siano disposti ad accettare. La concentrazione della liquidità evidenzia che, sebbene la fascia alta del mercato si sia effettivamente riaperta, una normalizzazione completa — in cui asset lungo l'intero spettro qualitativo possano uscire in modo efficiente — rimane sfuggente (Figura 1).

Figura 1: Valore delle exit nel private equity statunitense (miliardi di USD) per fascia dimensionale



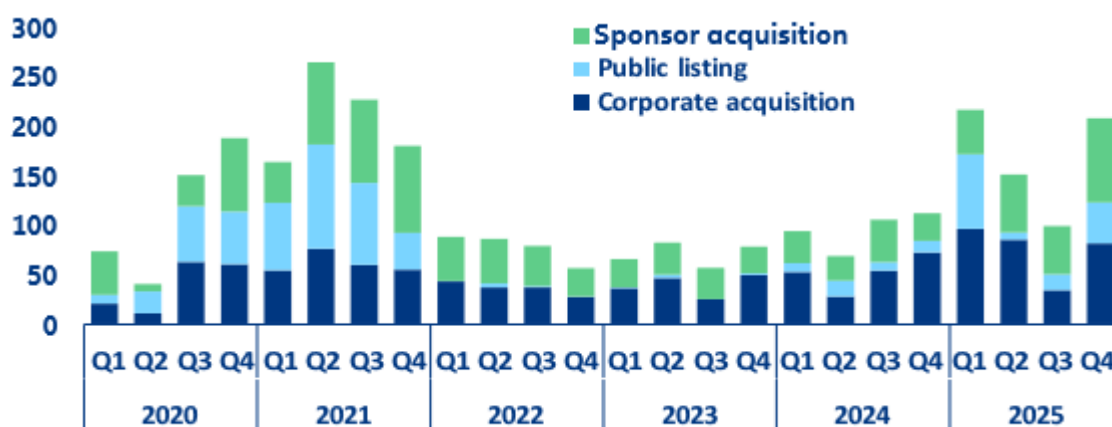
Fonti: Pitchbook,, Allianz Research

Gli acquirenti strategici e gli sponsor hanno ritrovato fiducia, sostenuti dall'allentamento delle condizioni di finanziamento e da una migliore visibilità sui rischi macroeconomici. Le exit corporate sono state particolarmente solide, raggiungendo circa 299 miliardi di dollari nel 2025, un livello record che evidenzia come gli acquirenti industriali siano tornati a rappresentare partner di uscita credibili dopo essere rimasti ai margini nel periodo 2022–2023. Anche l'attività sponsor-to-sponsor è stata costruttiva, fungendo da ponte di liquidità per le annate di fondi

più sotto pressione. I fondi con elevata disponibilità di capitale si sono mostrati disposti a pagare per asset di qualità, portando la dimensione mediana delle exit sponsor-to-sponsor a livelli record e offrendo una valvola di sfogo importante per i gestori con necessità di generare distribuzioni.

Tuttavia, il tassello più significativo che continua a mancare resta rappresentato dalle quotazioni in borsa. Sebbene il numero di IPO negli Stati Uniti abbia mostrato miglioramenti in termini assoluti rispetto al periodo 2023–2024, il canale rimane fragile rispetto alle norme storiche. Nel frattempo, l'attività di IPO in Europa ha evidenziato un ulteriore peggioramento. Questo suggerisce che i mercati delle IPO potrebbero riattivarsi in futuro, sebbene probabilmente con volumi strutturalmente inferiori rispetto ai cicli precedenti. La mancanza di una robusta finestra di IPO rappresenta una sfida strategica per gli sponsor. Senza l'opzione della quotazione, le alternative disponibili si riducono ad acquirenti strategici e a transazioni tra sponsor, con un possibile aumento del rischio esecutivo e una potenziale riduzione delle valutazioni per gli asset che in passato facevano affidamento sui mercati pubblici per ottimizzare i multipli di uscita (Figura 2).

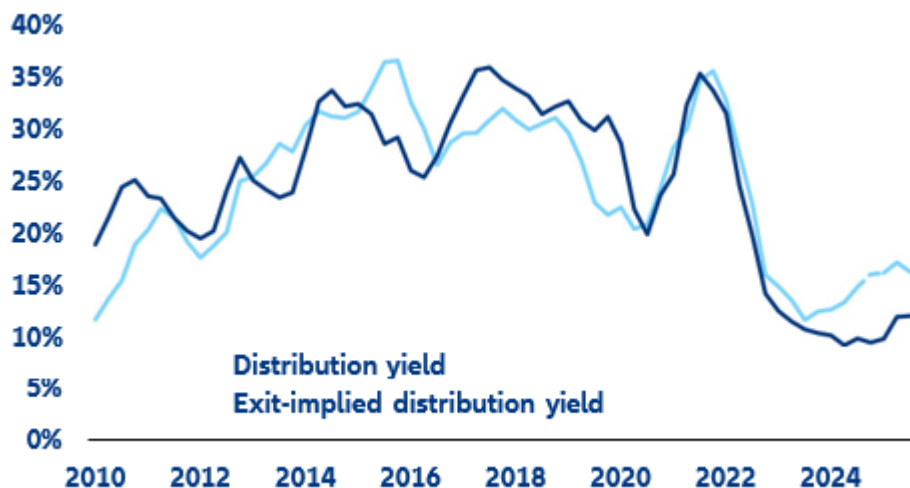
Figura 2: Valore trimestrale delle exit nel private equity statunitense (miliardi di USD), per tipologia



Fonti: Pitchbook, Allianz Research

In questo contesto, gli strumenti di liquidità alternativi si sono evoluti da soluzioni opportunistiche a componenti essenziali. Tra questi rientrano i continuation vehicle, i secondari guidati dal GP, i finanziamenti su NAV (net asset value) e le dividend recapitalization. Questi meccanismi offrono opzioni aggiuntive e permettono di evitare vendite forzate in mercati deboli, generando quindi un effetto costruttivo. Nel 2025, l'attività legata ai continuation vehicle ha raggiunto livelli record, poiché gli sponsor hanno cercato di estendere i periodi di detenzione pur fornendo liquidità intermedia agli LP. Tuttavia, è importante sottolineare che questi strumenti funzionano al meglio come complementi ai canali di exit tradizionali, e non come sostituti. Il backlog di exit dell'industria è troppo consistente per poter essere smaltito attraverso soli secondari e soluzioni di liquidità ingegnerizzate. Il ripristino di distribuzioni su larga scala dipende infatti, in ultima analisi, dai canali tradizionali: fusioni e acquisizioni strategiche e un mercato delle IPO funzionante. Entrambi questi canali devono ampliarsi oltre le operazioni più grandi e di qualità più elevata per consentire una normalizzazione sostenibile dei ritorni in cassa (Figura 3 — il divario tra le due linee indica l'impatto stimato delle soluzioni di liquidità alternative sulle distribuzioni, secondo le stime di Pitchbook).

Figura 3: Yield delle distribuzioni US buyout (in %) vs yield delle distribuzioni implicite dalle exit (in %).



Fonti: Pitchbook, Allianz Research

Lo shock del software: un nuovo test di liquidità per i mercati privati

Il settore software è stato per oltre un decennio una componente primaria dei portafogli di private equity, rappresentando circa il 25% del valore totale delle operazioni negli ultimi cinque anni. Questo rende l'attuale processo di repricing particolarmente rilevante per l'intero ecosistema del private equity. All'inizio di febbraio 2026, i mercati pubblici hanno registrato un significativo calo del valore azionario del software, con perdite superiori a 1,2 trilioni di dollari nell'arco di appena cinque sedute. Ciò è avvenuto mentre gli investitori rivalutavano rapidamente il potenziale impatto degli agenti di intelligenza artificiale su ampi segmenti del tradizionale modello SaaS. Gli indici software hanno subito una contrazione rilevante e rimangono ben al di sotto dei loro massimi recenti, mentre diverse società individuali hanno registrato ribassi ancora più marcati (Figura 4).

Figura 4: Performance da inizio anno di una selezione di indici azionari software (in %)

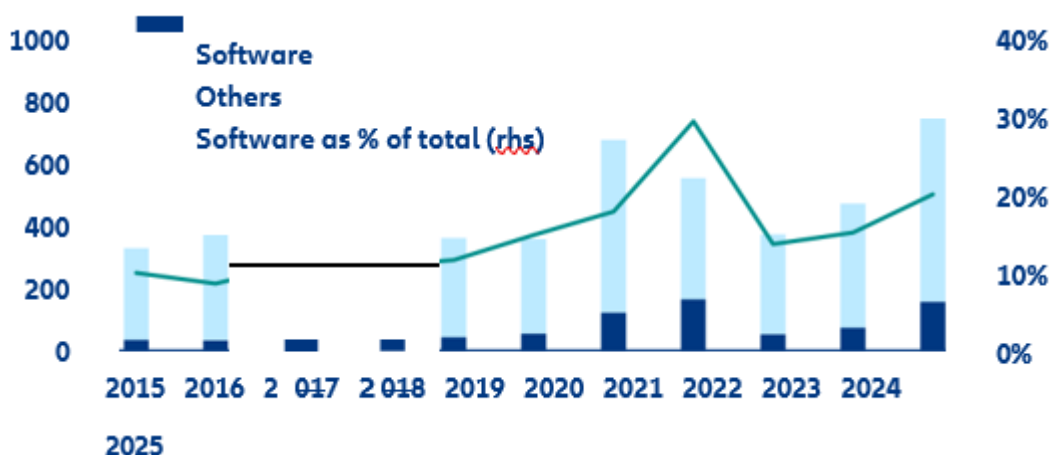


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il tempismo risulta particolarmente problematico per il private equity. Il periodo di massima attività nelle operazioni software è stato tra il 2021 e il 2022, quando gli sponsor hanno pagato valutazioni elevate basandosi sull'assunto che i ricavi ricorrenti, l'elevata retention dei clienti e la crescita prevedibile avrebbero sostenuto exit a multipli premium. Un numero significativo di questi portafogli si trova oggi a fronteggiare una duplice sfida dovuta a due fattori avversi. In primo luogo, i comparabili dei mercati pubblici si sono indeboliti in modo significativo, ridefinendo meccanicamente i benchmark di uscita e aumentando la probabilità di svalutazioni. In secondo luogo, il mercato sta mettendo sempre più in discussione la difendibilità strutturale di alcuni modelli di business software in un mondo guidato dall'intelligenza artificiale.

Questa combinazione sta ampliando i divari tra prezzo richiesto e offerto, riducendo l'opzionalità della quotazione in borsa e ritardando le tempistiche di monetizzazione proprio mentre gli LP chiedono rendimenti in cash. Inoltre, aumenta il rischio che gli sponsor siano costretti a percorsi di uscita subottimali — continuation vehicle, secondari guidati dal GP o soluzioni strutturate — invece delle tradizionali vendite industriali a multipli premium (Figura 5).

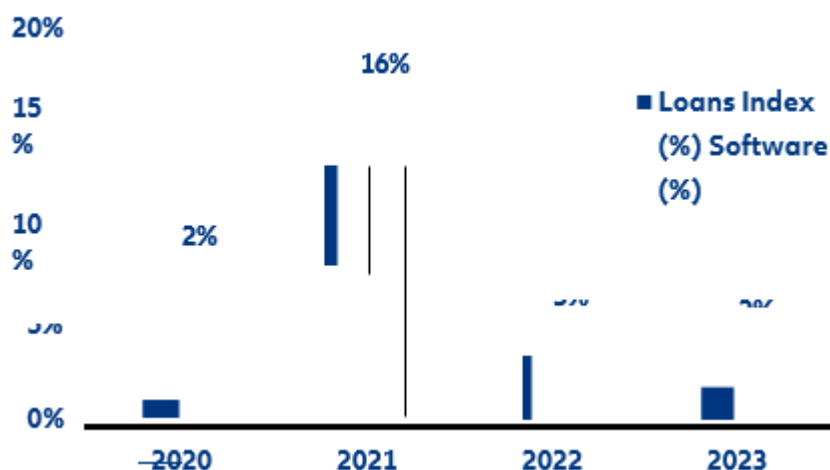
Figura 5: Attività di deal nel software nel private equity statunitense (miliardi di euro)



Fonti: Pitchbook, Allianz Research

Il repricing del software comporta rischi significativi, soprattutto quando si interseca con la leva finanziaria e con l'ecosistema del debito privato. Il problema legato alle annate di investimento è particolarmente acuto, poiché gli attuali portafogli di prestiti sono composti in larga parte da società software acquisite a valutazioni di picco — pari a 15-20 volte i ricavi — con livelli di leva pari a 6-7 volte l'EBITDA, e con underwriting basato su ipotesi di elevata retention dei clienti e traiettorie di crescita stabili. Se la disruption guidata dall'intelligenza artificiale dovesse comportare anche solo un moderato deterioramento della customer retention o del potere di determinazione dei prezzi, i rapporti loan-to-value (LTV) e i covenant di leva di questi finanziamenti verrebbero violati rapidamente, innescando ammortamenti accelerati o richieste di nuovi apporti di equity da parte degli sponsor, proprio mentre le valutazioni delle società in portafoglio stanno diminuendo. Questo scenario genera una categoria di rischio distinta rispetto ai normali cicli economici: si tratta infatti di incertezze legate alla tenuta dei modelli di business, e non di sfide di mercato temporanee. I mercati del credito hanno una lunga esperienza nella gestione delle fasi cicliche attraverso ristrutturazioni e rinvii dei pagamenti. Tuttavia, quando i finanziatori iniziano a mettere in dubbio la sostenibilità fondamentale delle basi di ricavo e del posizionamento competitivo, i mercati del credito spesso incontrano difficoltà. In quei casi in cui gli investitori non riescono a stabilire se un'azienda manterrà una forma riconoscibile nei prossimi cinque anni, i tradizionali meccanismi di workout creditizio possono rivelarsi insufficienti. Questo canale di trasmissione della volatilità dell'equity verso i mercati del credito si estende oltre il software: riguarda tutti i settori in cui la durabilità dei modelli di business viene rivalutata in conseguenza della disruption tecnologica, creando stress correlato su esposizioni di portafoglio che in passato erano considerate diversificate (Figura 6).

Figura 6: Prestiti software concentrati su annate di underwriting più deboli



Fonti: Pitchbook LCD, Allianz Research

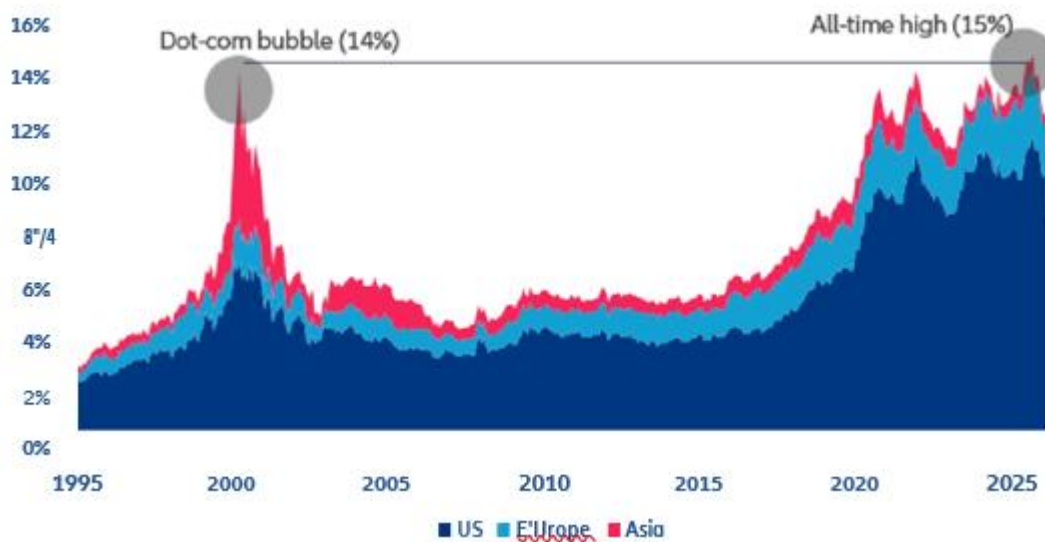
Per i portafogli di private equity, l'intersezione tra il repricing del software e la sensibilità dei mercati del credito genera un vincolo di secondo livello sulla capacità di distribuzione. Condizioni di credito più rigide riducono non solo la flessibilità di rifinanziamento, ma anche la liquidità per le exit, poiché gli acquirenti necessitano di finanziamenti a leva per completare le transazioni. Se i finanziatori diventano più cauti riguardo alla durabilità dei modelli di business — nel software o in altri settori soggetti a disruption strutturale — la platea di acquirenti potenziali si restringe, la competizione diminuisce e i prezzi di clearing si abbassano. La questione non è se i mercati del credito possano sostenere la ripresa delle distribuzioni, ma per quali asset e a quali condizioni.

Tuttavia, nonostante tutto questo rumore, il settore software non è destinato a scomparire, ma sta attraversando una transizione strutturale profonda, in cui il valore si sposta dalla vendita di strumenti alla vendita di risultati. Ciò potrebbe ampliare i mercati indirizzabili per gli operatori meglio posizionati, dato che le imprese destinano quote crescenti dei loro budget all'automazione come sostituto diretto dei costi del lavoro. Questa trasformazione rispecchia la capacità storica del settore di anticipare e adattarsi ai cambiamenti tecnologici. Tuttavia, procederà in modo irregolare e accelererà la dispersione tra gli asset in portafoglio. I vincitori saranno le aziende che controllano workflow mission-critical, possiedono dataset proprietari che i large language model non possono replicare e riescono a integrare l'intelligenza artificiale in profondità nelle loro piattaforme per offrire un reale valore di automazione. Al contrario, le aziende che non riescono a differenziarsi, che dipendono da modelli di pricing "per utente" vulnerabili alla sostituzione o che offrono funzionalità replicabili o superabili da soluzioni native AI, si troveranno in una posizione di svantaggio significativo. Per gli sponsor di private equity, questo richiede una triage immediata del portafoglio e un attivo riposizionamento, poiché la finestra per trasformare i modelli di business si sta comprimendo e il costo dell'inazione aumenta ogni trimestre in cui si ritardano le decisioni.

L'industria del software ha scommesso precocemente sulla tecnologia AI. Fin dalle sue origini, il settore si è comportato come un motore centrale di innovazione, anticipando cambiamenti tecnologici strutturali e investendo capitale molto prima che emergesse piena visibilità commerciale. La sua adozione precoce e aggressiva dell'intelligenza artificiale nelle fasi iniziali del ciclo tecnologico è coerente con questa eredità. Come mostrato dalla crescita costante dei rapporti di spesa in conto capitale dal 2010, il settore ha sistematicamente reinvestito per garantire la crescita futura. È un'industria forgiata nella volatilità e nell'adattamento: ha superato il crollo della bolla dot-com, ha ristrutturato i propri modelli e alla fine si è reinventata. L'attuale paradigma dominante del SaaS è sorto proprio dalle macerie della bolla delle telecomunicazioni, dimostrando la capacità del settore di trasformare una crisi in un'opportunità strutturale.

Oggi, l'adozione dell'AI — in particolare nelle grandi aziende — crea rischi di sostituzione per alcuni segmenti del software applicativo più esposti all'automazione e alla concorrenza dei large language model, mentre le piattaforme multilivello e a livello di sistema appaiono relativamente più resilienti. Alcune nicchie potrebbero subire una compressione dei margini a causa della crescente competizione con sviluppatori di LLM e agenti AI. Tuttavia, diversi leader del settore hanno già iniziato a riposizionarsi, come evidenziato dal crescente contributo dei ricavi legati all'AI nei bilanci 2025-2026. Finora, i mercati hanno accolto favorevolmente il ruolo pionieristico del settore software nell'innovazione e, in particolare, la maggiore impronta dell'AI sulle attività aziendali, che ha contribuito al crescente peso del settore nei mercati azionari — un peso che lo scorso autunno ha superato il picco precedente alla crisi della bolla dot-com dei primi anni 2000 (Figura 7).

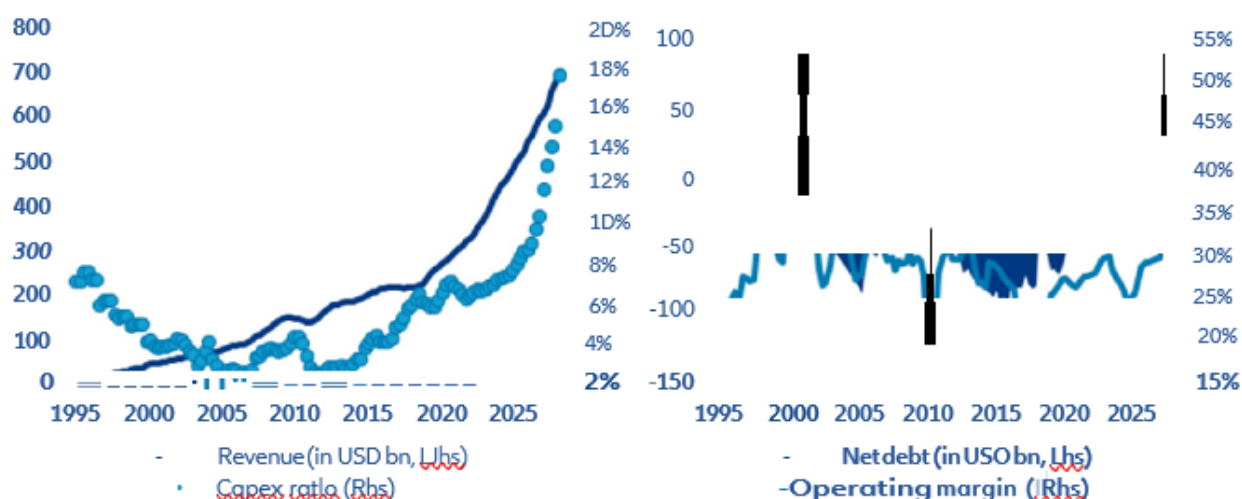
Figura 7: Quota dell'industria del software nel mercato azionario, per area geografica



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il biglietto d'ingresso all'AI è costoso e comporta una leva finanziaria più elevata. Questo salto strategico verso l'intelligenza artificiale ha avuto un costo finanziario considerevole. Nel timore di una possibile obsolescenza, guidata dall'automazione, di parti della propria struttura di servizi, le società software hanno accelerato gli investimenti in modo drastico: il rapporto di capex del settore è quasi raddoppiato in meno di due anni, raggiungendo un picco del 18% nel primo trimestre del 2026 (Figure 8 e 9). Questo ciclo di investimenti insolitamente aggressivo è stato accompagnato da un rapido utilizzo delle riserve di cassa e da un marcato aumento della leva finanziaria, spingendo il debito netto aggregato in territorio positivo per la prima volta. Sebbene i livelli di leva rimangano gestibili — con un debito netto pari a circa l'11% dei ricavi e al 35% dell'EBIT sugli ultimi dodici mesi — la traiettoria crescente richiede un attento monitoraggio. La situazione potrebbe diventare più delicata qualora la fiducia degli investitori nell'AI si indebolisse e il capitale ruotasse lontano dal settore tecnologico. Di fatto, dallo scorso autunno, le azioni del software hanno registrato un calo di circa il -25%, rappresentando un primo segnale della capacità del mercato di rivalutare rapidamente — o addirittura penalizzare — proprio quel settore che in precedenza aveva sostenuto con entusiasmo.

Figura 8 e 9: Ricavi globali del settore software su base trailing 12 mesi & capex / margini operativi & debito netto



**proxy basato su società quotate in USA, Europa e Asia. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research*

Nonostante il pessimismo nei mercati, questi ultimi stanno semplicemente lanciando un campanello d'allarme e ricordandoci che la razionalità non sempre prevale. Il recente sell-off delle azioni software (circa -30% dallo scorso autunno) appare impressionante in termini assoluti, ma risulta molto meno drammatico se contestualizzato. La correzione rappresenta circa il 60% del rally registrato tra aprile e ottobre 2025 e solo il 20% circa della potente fase rialzista iniziata dopo il lancio di ChatGPT alla fine del 2022. In questo senso, il movimento assomiglia più a una fase di normalizzazione che a un vero e proprio crollo strutturale. Valutazioni elevate, revisioni degli utili in fase di stallo e una maggiore incertezza geopolitica hanno creato un contesto favorevole alle prese di profitto, soprattutto dopo anni di performance eccezionali. La forte performance passata del settore e il suo crescente peso negli indici lo hanno inoltre reso una facile fonte di liquidità per gli investitori intenti a ridurre il rischio di portafoglio. È importante sottolineare che la correzione sembra più tecnica che guidata dai fondamentali, anche se i fondamentali sono stati spesso chiamati in causa per giustificarla. Il software occupa una posizione scomoda, sospeso tra due rischi di coda opposti: da un lato, le pressioni di sostituzione guidate dall'AI su parti del layer applicativo; dall'altro, la possibilità di una bolla di investimento nell'AI. Questa doppia esposizione rende il settore un naturale "collateral asset" nei periodi in cui emergono dubbi sulla traiettoria di sviluppo dell'AI, sia quando l'ottimismo si attenua, sia quando l'euforia viene messa in discussione. Tuttavia, se alcune preoccupazioni sono legittime, l'entità del pessimismo e il premio per il rischio ormai incorporato nelle valutazioni sembrano eccessivi rispetto alla comprovata capacità di innovazione del settore. Con un rapporto prezzo/utile poco sopra 30 volte — ben al di sotto dei picchi intorno a 50 volte degli ultimi anni e compresso rispetto al proprio z-score di lungo periodo (con il P/E attuale a 1,4 deviazioni standard sotto la media decennale, vedi Figura 10) — il settore ha già attraversato un significativo processo di de-rating. Per un'industria che continua a generare una crescita dei ricavi superiore al 15% e margini operativi oltre il 30%, gli attuali livelli potrebbero sempre più essere considerati un punto di rientro interessante, contribuendo potenzialmente ad attenuare la pressione ribassista del sell-off.

Figura 10: Settore software globale, rapporto prezzo/utigli (valore corrente e z-score a 10 anni)



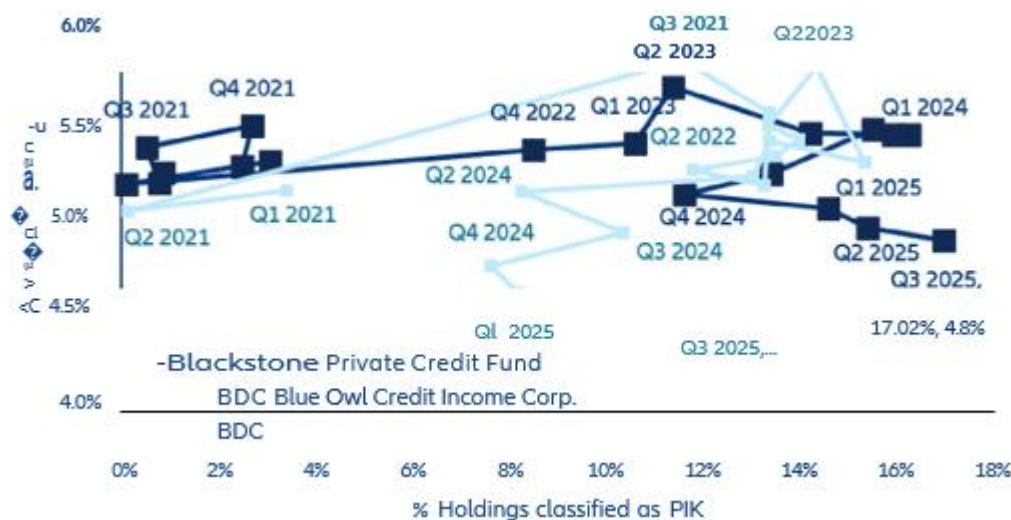
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il private credit come abilitatore critico in un ciclo del credito biforcuto

Un elemento chiave a supporto del nostro scenario di base è il potenziale miglioramento delle condizioni di rifinanziamento, fondamentale per la ripresa delle distribuzioni. Gli spread dei prestiti direct-lending garantiti da private equity negli Stati Uniti si sono compressi a circa 475-500 punti base sopra il SOFR alla fine del 2025. Si tratta dei livelli più stretti dal 2007, e ben al di sotto dei 650-700 punti base registrati nel contesto di stress del 2023. Parallelamente, la riduzione di 100 punti base del tasso sui federal funds ha abbassato i costi del debito, ampliando la fattibilità dei rifinanziamenti. Costi del debito più bassi liberano flussi di cassa che possono essere distribuiti agli sponsor e, in ultima analisi, agli LP attraverso la waterfall delle distribuzioni. Allo stesso modo, la riduzione dei costi di finanziamento per gli acquirenti — sia industriali sia finanziari — sostiene valutazioni di exit più elevate, migliorando i rendimenti a parità di prezzo di acquisto.

Tuttavia, la dinamica dei rifinanziamenti mostra una crescente biforcazione per settore e annata. Sebbene gli spread aggregati riflettano ottimismo sulla stabilità dei tassi di default, la composizione dello stress mostra un deterioramento significativo già in atto a livello settoriale. Circa il 40% dei prestatori di private credit presenta oggi un free cash flow negativo, rispetto al 25% nel 2021, e le società software risultano tra i principali utilizzatori di prestiti PIK (payment-in-kind), un chiaro segnale di rischio crescente quando la pressione sulle valutazioni si combina con vincoli di rifinanziamento. Come mostrato nella Figura 11, i portafogli delle BDC evidenziano un aumento simultaneo dell'uso di prestiti PIK anche mentre gli spread medi si comprimono, indicando una crescente divergenza tra i segnali di prezzo superficiali e la resilienza effettiva dei flussi di cassa dei debitori. Il ciclo di ristrutturazione è attivo ma si manifesta attraverso meccanismi diversi dai default tradizionali: il 64% dei default nel primo semestre 2025 è avvenuto tramite scambi distressed, revisioni dei covenant o estensioni delle scadenze, piuttosto che tramite mancati pagamenti o procedure fallimentari. Questo schema sottolinea perché i tassi di default, da soli, siano un indicatore fuorviante del rischio nel credito software.

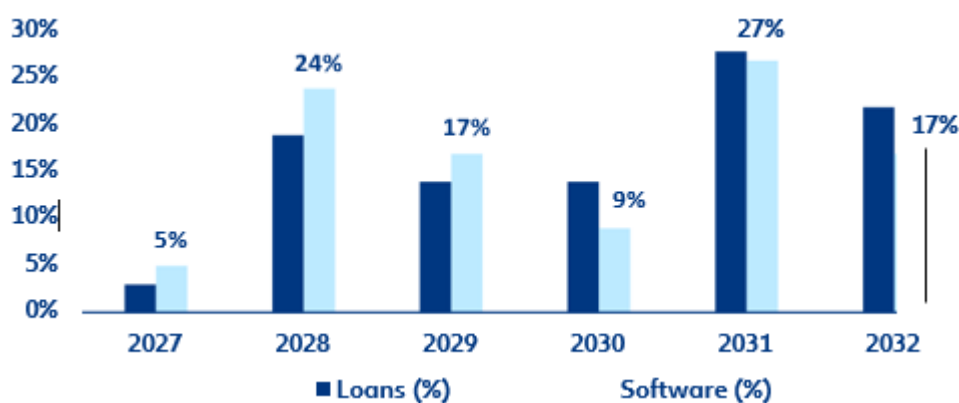
Figura 11: L'utilizzo dei prestiti PIK è in aumento nonostante la compressione degli spread



Sources: Pitchbook, Allianz Research

La prossima “maturity wall” è destinata a trasformare progressivamente il rifinanziamento da un canale di liquidità ampiamente accessibile a un filtro selettivo basato sulla qualità. Circa il 30% dei prestiti software in essere andrà a scadenza entro il 2028, rispetto al 22% dell’intero mercato dei leveraged loan, mentre il 46% del debito software giungerà a maturità nei prossimi quattro anni, contro meno del 35% dell’universo più ampio. Per le società in portafoglio chesi avvicinano a queste scadenze, gli esiti del rifinanziamento dipenderanno non dai livelli di spread di mercato nel loro complesso, ma dalla convinzione dei finanziatori riguardo alla tenuta dei modelli di business specifici in un contesto trasformato dall’AI. Ciò crea una divergenza decisiva nell’accesso al credito: le aziende con workflow mission-critical, dataset proprietari e strategie credibili di integrazione AI continueranno a rifinanziarsi senza difficoltà; al contrario, quelle basate su modelli di pricing “per utente” o su soluzioni puntuali facilmente replicabili affronteranno spread più ampi, una minore tolleranza alla leva e pacchetti di covenant più stringenti. Nei casi più sfidanti, ciò potrebbe tradursi in ristrutturazioni guidate dai finanziatori, che diluiscono l’equity e prolungano i periodi di detenzione (Figura 12).

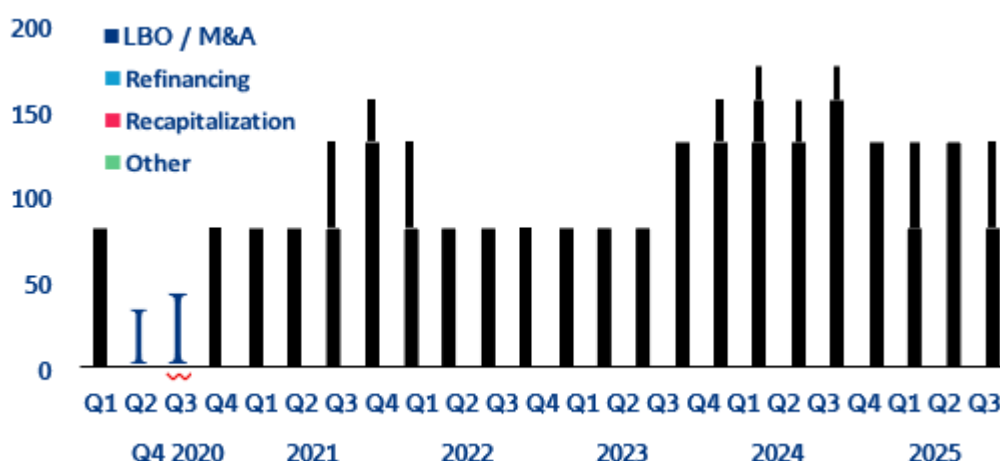
Figura 12: Le scadenze sono più concentrate nel breve termine rispetto al resto della base dei prenditori



Fonti: LCD Morningstar, USA

Per i portafogli di private equity, questa divergenza è rilevante perché la disponibilità di credito determina direttamente la liquidità delle exit. Gli acquirenti necessitano infatti di finanziamenti a leva per effettuare operazioni, e se i finanziatori diventano più selettivi nelle esposizioni al software, il numero di potenziali acquirenti si riduce, la competizione si attenua e i prezzi di clearing diminuiscono. Questa dinamica è già visibile: gli acquirenti strategici sono tornati ad acquistare asset software di alta qualità (contribuendo alla forte attività di exit corporate del 2025), mentre le operazioni software di qualità medio-bassa o mid-market registrano tempi di vendita più lunghi e una crescente dipendenza da seller financing o earnout. Parallelamente, un importante motore di distribuzione si indebolisce. Dal 2023, il private credit ha svolto un ruolo cruciale nel facilitare le distribuzioni attraverso rifinanziamenti e dividend recapitalization strategiche. Se questo canale si chiude per i portafogli con forte esposizione al software, la ripresa delle distribuzioni diventa più lenta e più dipendente dalle exit tradizionali. Nel peggiore dei casi, ciò potrebbe innescare un ciclo di feedback destabilizzante: valutazioni più deboli riducono i buffer di equity, rendono i rifinanziamenti più difficili, ritardano ulteriormente le exit e mantengono le distribuzioni depresse — esattamente nel momento in cui la pressione da parte degli LP è al massimo.

Figura 13: I rifinanziamenti e le ricapitalizzazioni sono rimasti una componente attiva del mercato (Conteggio delle operazioni di direct lending PE-backed per utilizzo dei proventi)



Fonti. PitchBook LCD, Allianz Research. Geography. US del 31 Dec 2025

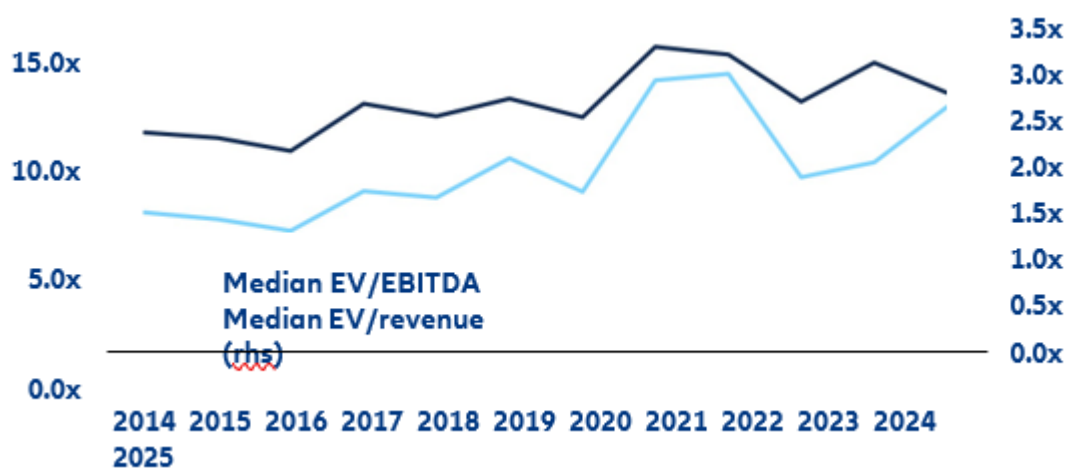
Le preoccupazioni sistemiche restano contenute, ma richiedono monitoraggio. Gli sviluppi recenti — gli avvertimenti del Dipartimento di Giustizia sulle valutazioni di portafoglio, le indagini della SEC sulle agenzie di rating del private credit, i fallimenti dei test di over-collateralization in importanti CLO e la fusione abortita del fondo Blue Owl a causa di disallineamenti tra NAV e prezzo — indicano che le autorità e gli operatori di mercato stanno aumentando la loro attenzione sulla governance delle valutazioni e sui mismatch di liquidità nei mercati privati. La rapida crescita del private credit, passato da circa 800 miliardi di dollari nel 2020 a oltre 2 trilioni oggi, si è verificata in gran parte al di fuori dei tradizionali cicli di stress, lasciando molte ipotesi sui tassi di recupero, sui processi di ristrutturazione e sulla capacità di rifinanziamento in condizioni di reale difficoltà sostanzialmente non testate sul campo. Per i portafogli con esposizioni concentrate in asset software finanziati tramite strutture covenant-lite, ciò crea potenziali rischi di coda che potrebbero materializzarsi più rapidamente di quanto indicano gli scenari di base qualora le condizioni peggiorassero. I tassi di recupero del private credit nel software sono in media pari a circa un terzo del valore nominale, ben al di sotto dei benchmark dei leveraged loan sindacati, a causa della natura altamente intangibile delle basi di collateral. Ciò significa che persino il posizionamento senior secured offre una protezione al ribasso inferiore rispetto ai settori asset-intensive.

La nostra view di base resta che il private credit funzioni come un abilitatore selettivo: costruttivo per gli asset giusti, limitato per quelli sbagliati. La compressione degli spread e la riduzione dei tassi di policy forniscono un reale supporto alle società di alta qualità, con modelli di business difendibili e strutture di capitale solide. Tuttavia, la ripresa delle distribuzioni procederà in modo disomogeneo: le annate 2020-2021 fortemente esposte al software affronteranno tempistiche più lunghe, una maggiore dipendenza da soluzioni di liquidità alternative e una sensibilità più elevata all'appetito di rischio dei finanziatori. La principale implicazione è che i risultati di distribuzione saranno determinati meno dalle condizioni generali di rifinanziamento del mercato e molto più dalla qualità e dalla durabilità delle esposizioni sottostanti nei portafogli.

Il nuovo playbook del private equity: la trasformazione operativa nella pratica

La creazione di valore nel private equity si è spostata in maniera decisa verso il miglioramento operativo, poiché multipli di ingresso elevati e tassi di interesse più alti hanno reso insufficiente la tradizionale ingegneria finanziaria. I multipli di acquisto (buyout entry multiples) si sono moderati ma sono rimasti elevati, attestandosi intorno a 12 volte nel 2025, mentre i fondi nel primo quartile ora generano circa il 40% dei rendimenti tramite crescita dei ricavi ed espansione dei margini, rispetto al precedente 60% derivante dall'espansione dei multipli e dalla leva — un'inversione rispetto ai decenni precedenti. Dato l'aumento dei multipli e il maggior costo del debito, gli sponsor devono sviluppare modelli di business più robusti per produrre rendimenti adeguati. Questo allontanamento dall'affidarsi alla leva e all'arbitraggio valutativo riflette la necessità di strategie finanziarie più prudenti. L'imperativo operativo si manifesta in esigenze specifiche di gestione del portafoglio che vanno oltre le capacità tradizionali di uno sponsor finanziario. Le partecipate richiedono ora una valutazione approfondita del posizionamento competitivo e della durabilità del modello di business, specialmente nei settori soggetti a rapidi cambiamenti o compressione dei margini. Secondo i dati disponibili, il 46% dei general partner si aspetta che le operazioni realizzate nel 2025 supereranno in performance quelle del periodo 2021-2024. Questa aspettativa riflette i benefici di prezzi di ingresso più disciplinati e di un focus operativo più rigoroso. Tuttavia, ottenere tale sovraperformance richiede capacità di esecuzione che alcuni sponsor trovano ancora difficili da sviluppare, anche perché i periodi di detenzione ora superano in media i sei anni. La disciplina valutativa è passata dall'essere una pratica desiderabile a diventare un elemento essenziale dell'attività. Questo cambiamento è guidato dalla consapevolezza che i mercati sono ora in grado di distinguere tra aziende che hanno vantaggi difendibili e aziende che affrontano venti contrari strutturali. Di conseguenza, la domanda critica non è più se i multipli siano alti in termini assoluti, ma se siano giustificati da fondamentali in grado di sostenere valutazioni di exit in mercati selettivi (Figura 14).

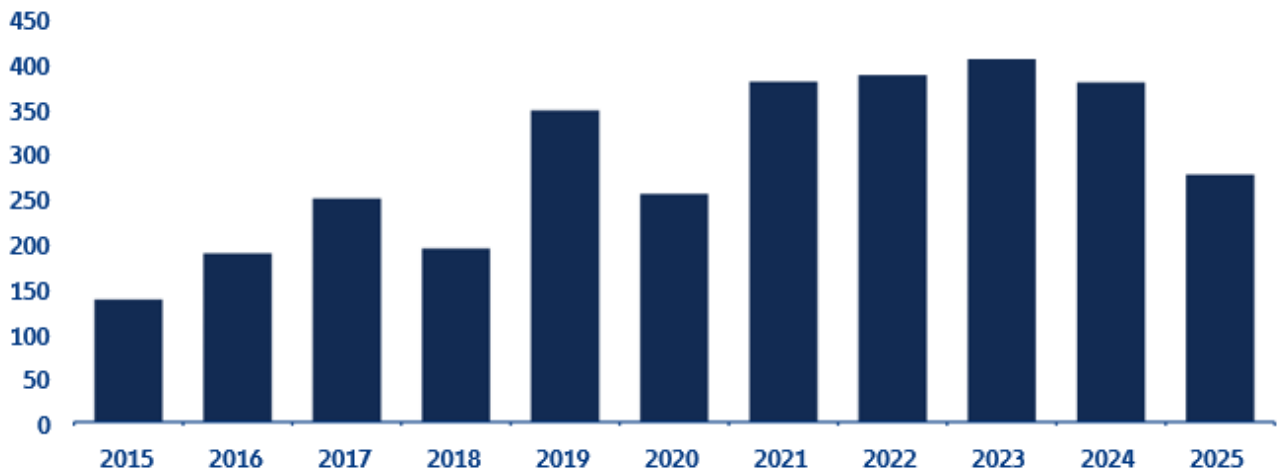
Figura 14: Multipli buyout nel private equity



Fonti: PitchBook, Allianz Research

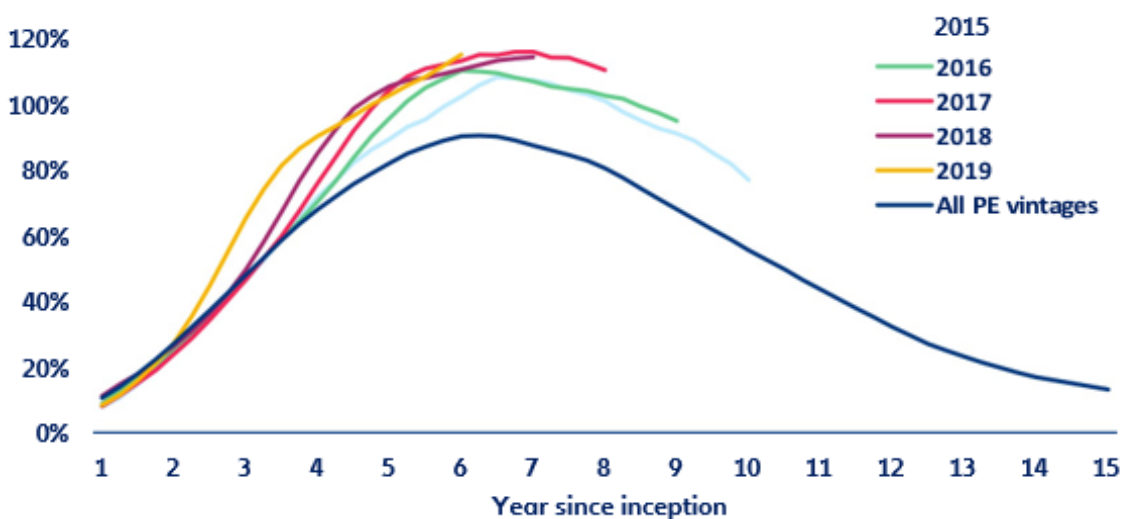
Questi requisiti di esecuzione incidono direttamente sugli esiti della raccolta fondi, poiché il capitale tende a concentrarsi presso i gestori che dimostrano capacità operative piuttosto che competenze di pura ingegneria finanziaria. Il mercato del fundraising ha registrato un forte calo nel 2025, con fondi chiusi a un valore mediamente inferiore del 19% rispetto ai target e con tempistiche estese fino a 20 mesi. La percentuale di casi che richiedono oltre due anni per la chiusura è aumentata dal 9% nel 2019 al 38%, riflettendo un livello di scrutinio molto più elevato da parte dei limited partner, i quali valutano la capacità attuale dei gestori di guidare la trasformazione operativa e posizionare gli asset per un'uscita in mercati altamente selettivi. L'imperativo della distribuzione crea una tensione nella gestione del portafoglio che differisce in modo sostanziale dai cicli precedenti. I gestori devono bilanciare la massimizzazione del valore di lungo periodo con la necessità di dimostrare disciplina nella distribuzione in tempo reale. Devono anche mantenere gli asset in portafoglio abbastanza a lungo da cogliere eventuali upside incrementali, assumendosi al contempo il costo reputazionale derivante da ritardi nelle distribuzioni, che per i limited partner possono segnalare difficoltà operative. La capacità di convertire il valore del portafoglio in distribuzioni realizzate è diventata — e probabilmente continuerà a rappresentare — la principale evidenza della capacità di un gestore agli occhi dei limited partner. Il successo in questo contesto richiede competenze che vanno oltre i tradizionali skill set del private equity: operating partner con profonda expertise settoriale, capacità analitiche per valutare il posizionamento competitivo in industrie in rapida evoluzione e team capaci di gestire attivamente processi di trasformazione, anziché limitarsi a un monitoraggio passivo. La differenza tra i gestori che adottano con efficacia questo nuovo playbook operativo e quelli che si affidano ancora ad approcci tradizionali sarà probabilmente più ampia rispetto al passato. Ciò inciderà direttamente sulle performance dei fondi attuali e sulla loro capacità futura di raccogliere capitale (Figure 15 e 16).

Figura 15: Raccolta fondi nel private equity (Capitale raccolto in miliardi di USD)



Fonti: PitchBook, Allianz Research

Figura 16: Profilo delle distribuzioni nel private equity per vintage (NAV medio come quota degli impegni del fondo)



Fonti: PitchBook, Allianz Research

Distribuzioni nel private equity: quadro di riferimento, indicatori anticipatori e scenari (2026–2028)

Il crollo delle distribuzioni nel private equity dal 2022 rappresenta la manifestazione più evidente della più ampia “crisi di liquidità dei mercati privati”. Tuttavia, il fattore determinante non è stato solo un rallentamento macroeconomico generalizzato, ma una combinazione di crescente incertezza geopolitica e commerciale e, soprattutto, un repricing specifico del segmento IT all’interno dell’universo del private equity. Con l’aumento rapido dei tassi di policy, le valutazioni tecnologiche sui mercati pubblici sono diminuite, le finestre per le IPO si sono di fatto chiuse e l’ancoraggio valutativo per gli asset growth è stato indebolito. Molte annate 2020–2021 risultano concentrate in software e modelli di business tech-enabled. Di conseguenza, il settore è passato da un ciclo tradizionale di “exit and recycle” a un regime dominato da realizzazioni ritardate, continuation vehicle e soluzioni di liquidità basate sul NAV.

La domanda chiave per il periodo 2026–2028 non è quindi se le distribuzioni torneranno a crescere automaticamente, ma se il motore delle exit nel settore IT/software possa essere riavviato in modo sostenibile (Figura 17).

Figura 17: Previsioni delle distribuzioni PE negli Stati Uniti — variazione a/a in termini assoluti (in pps)



Fonti: PitchBook, Oxford Economics, Allianz Research

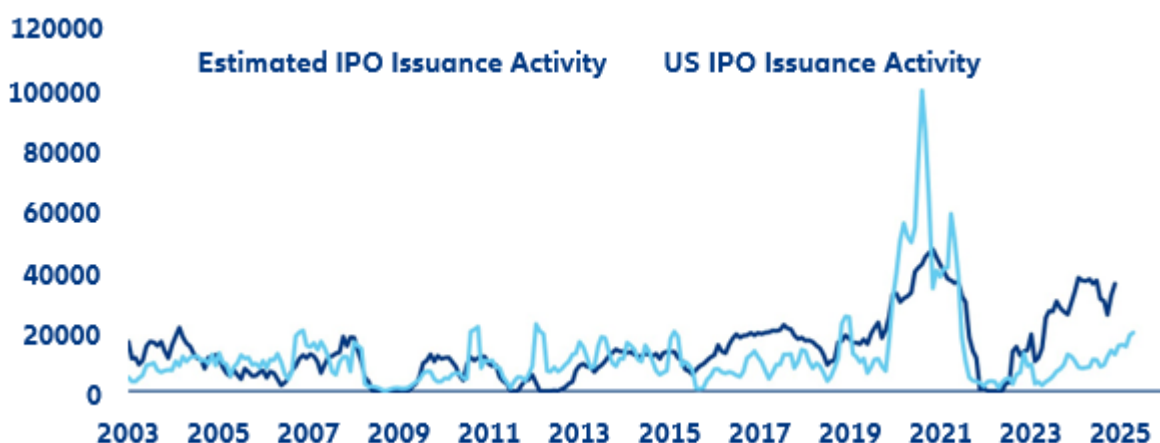
Il nostro modello di previsione delle distribuzioni si basa sul collegamento tra condizioni macroeconomiche e capacità di exit. Per valutare il processo di normalizzazione, utilizziamo un modello di previsione delle distribuzioni guidato da variabili macro che collega direttamente le condizioni di mercato alla fattibilità delle exit. Questo dipende da quattro canali interconnessi: le valutazioni dei mercati pubblici (che fungono da ancoraggio per gli asset privati), le condizioni di finanziamento (costo e disponibilità della leva), la profondità del mercato delle exit (fattibilità di IPO e M&A) e la fiducia e propensione al rischio. Standardizziamo questi input tramite un approccio basato sui punteggi z-score, che ci consente di confrontare l'ambiente attuale con i cicli storici e quantificare il contributo di ciascun fattore al momentum complessivo delle distribuzioni. Questo framework è particolarmente adatto al contesto attuale. A differenza dei tradizionali downturn ciclici, in cui i flussi di cassa rimangono intatti, lo shock post-2022 è stato determinato da un reset valutativo nel settore software, in cui gli esiti delle exit sono sensibili ai comparabili pubblici e al sentiment. Di conseguenza, le prospettive delle distribuzioni dipendono dal fatto che l'ecosistema delle exit — piuttosto che le singole società in portafoglio — torni a funzionare in modo adeguato (Figura 18).

Figura 18: Scomposizione di base delle previsioni sulle distribuzioni PE negli USA in termini di variazione a/a (in pps)



Secondo il nostro framework, monitorare la riapertura della finestra di exit sui mercati pubblici sarà cruciale nel periodo 2026-2028. Poiché i mercati delle IPO rappresentano sia una via diretta di exit sia un meccanismo marginale di price-setting per gli asset di private equity, integriamo il modello con un indicatore specifico sulle IPO basato sul GS IPO Barometer. Il barometro è costruito come un indice composito dei principali fattori storici che determinano l'attività di emissione: performance del mercato azionario, volatilità, livelli di valutazione, credit spread, disponibilità di finanziamenti e incertezza macro e di policy più ampia. In termini concettuali, è una misura "nowcast" che indica se i mercati pubblici siano "aperti" o "chiusi" alle nuove emissioni. Il miglioramento recente del barometro suggerisce che l'attività IPO stia passando dal congelamento post-2022 a un ambiente più funzionale. Sebbene l'attività resti ben al di sotto del picco del 2021, la tendenza al rialzo è significativa. Nei cicli dominati dal software, la normalizzazione delle IPO solitamente precede una più ampia ripresa delle exit degli sponsor, poiché ripristina la fiducia nelle valutazioni e fornisce un punto di riferimento esterno per la determinazione dei prezzi nei mercati privati. In altre parole, non è necessario che i mercati IPO tornino alle condizioni di boom per avere un impatto: ciò che conta è che riaprano a sufficienza da ristabilire un pricing credibile — a patto che la correzione nel settore IT/software non comprometta il processo di ripresa (Figura 19).

Figura 19: Barometro dell'attività IPO (in numero)



Fonti: Pitchbook, Goldman Sachs, LSEG Datastream, Allianz Research

Anche le dinamiche geopolitiche e l'incertezza commerciale rappresentano vincoli significativi per l'attività economica globale. Sebbene il barometro delle IPO indichi un miglioramento delle condizioni tecniche per le nuove emissioni, il nostro modello di scomposizione delle distribuzioni mostra perché il percorso verso la normalizzazione rimane fragile. Utilizziamo z-score standardizzati per analizzare i cicli storici delle distribuzioni e identificare il contributo dei principali driver macro-finanziari: crescita degli utili, fiducia dei CEO, inflazione, tassi di interesse, spread high-yield e incertezza legata alla politica commerciale. Questa scomposizione fornisce una narrazione più sfumata rispetto alla semplice logica "tassi in rialzo, distribuzioni in calo", poiché rivela quali variabili agiscono come principali vincoli marginali in momenti diversi. Il messaggio chiave che emerge è che il principale vento contrario strutturale oggi non è più solo il livello dei tassi di interesse, ma la persistenza dell'incertezza geopolitica e commerciale. Ciò è particolarmente rilevante per gli asset software e growth, dove le valutazioni dipendono in larga misura dalla fiducia e il timing delle exit è vincolato alla stabilità delle aspettative future. Anche se le condizioni di finanziamento dovessero migliorare gradualmente, l'elevata incertezza sulla politica commerciale riduce la fiducia dei CEO e limita la propensione degli acquirenti strategici a procedere con operazioni aggressive. In pratica, ciò implica che la normalizzazione delle distribuzioni potrebbe procedere in modo disomogeneo. I mercati IPO potrebbero riaprirsi meccanicamente, ma i volumi di exit potrebbero rimanere compressi se l'ambiente

macroeconomic continuerà a essere caratterizzato da incertezza e da un appetito per il rischio intermittente (Figura 20).

Figura 20: Scomposizione della variazione a/a delle distribuzioni PE negli Stati Uniti (in numero)



Fonti: Pitchbook, LSEG Datastream, Allianz Research

Alla luce dell’attuale volatilità di mercato, le nostre previsioni di distribuzione per il periodo 2026-2028 sono presentate in tre scenari direttamente collegati alla traiettoria del ciclo software e AI. L’intuizione centrale è chiara: il backlog di exit accumulato dal 2022 potrà essere smaltito solo se le valutazioni tecnologiche sui mercati pubblici forniranno un ancoraggio stabile e se la fiducia tornerà a livelli sufficienti perché gli acquirenti siano disposti a chiudere le transazioni. L’intelligenza artificiale è un fattore critico in questa equazione, poiché ha il potenziale sia di estendere la narrativa di crescita del software e rivalutare il settore, sia — al contrario — di rivelarsi una bolla che potrebbe generare un nuovo shock valutativo (Tabella 2).

Tabella 2: Previsioni delle distribuzioni PE negli USA sotto diversi scenari (variazione a/a in pps)(Punto di partenza fine 2025 = ~14-16%)

		-3%	8%
2027	1%	3%	3%
2028	1%	2%	2%

Fonti: Allianz Research

Il nostro scenario di base: la riapertura delle exit è selettiva e strutturalmente limitata. Lo scenario di base indica che il 2026 segnerà il primo passo significativo verso la normalizzazione, con un netto miglioramento delle distribuzioni (+5pp nel 2026). In questo anno, il mercato inizierà a stabilizzarsi, con condizioni di finanziamento in miglioramento, IPO nuovamente praticabili per alcuni emittenti selezionati e sponsor che riprendono le exit sugli asset software di alta qualità, dove la crescita è difendibile e i flussi di cassa rimangono solidi. Lo scenario di base prevede che questa ripresa sia trainata dall’offerta inespressa di exit, in particolare dagli asset di alta qualità trattenuti finora esclusivamente per motivi di market timing. Tuttavia, la ripresa dovrebbe rallentare rapidamente nel 2027 (+1pp)

e nel 2028 (+1pp). La ragione è strutturale: una volta superata la prima ondata di asset “vendibili”, il settore deve affrontare la parte più complessa del backlog — software growth e asset acquisiti a multipli elevati, piattaforme con ARR (Annual Recurring Revenue) in decelerazione e operazioni in cui la tesi originaria di creazione di valore dipendeva troppo dall’espansione dei multipli. In questo regime, le exit tornano, ma in modo irregolare. Il mercato funziona, ma con condizioni di liquidità diverse rispetto al periodo pre-2022. Di conseguenza, le distribuzioni risultano più limitate rispetto a quelle del periodo 2016–2021.

Il nostro scenario positivo (“AI Boom”): re-rating delle valutazioni e un ciclo di exit robusto sono entrambi in accelerazione. In uno scenario favorevole, l’AI si evolve in un vero e proprio tailwind macro, e non in una narrativa temporanea. Gli investimenti tecnologici aumentano rapidamente, le aspettative di produttività crescono e i mercati azionari si rivalutano, ripristinando la fiducia negli asset growth a lunga duration. In questo contesto, il barometro IPO si rafforza ulteriormente e l’attività di emissione si amplia oltre il ristretto gruppo di mega-cap o nomi difensivi. Questo fornisce l’ancoraggio valutativo di cui i mercati privati hanno bisogno e riattiva l’intero ecosistema delle exit IPO, M&A strategico e transazioni sponsor-to-sponsor. In questo scenario, le distribuzioni aumentano significativamente fino a **+8pp nel 2026**, seguite da un ulteriore slancio nel 2027 (+3pp) e nel 2028 (+2pp). È importante sottolineare che questo scenario rappresenta molto più di semplici “mercati migliori”. Questo cambiamento indica un ritorno a esiti più realistici: grandi piattaforme tornano vendibili, le discrepanze di valutazione si risolvono e gli sponsor allocano capitale tramite vendite effettive, anziché affidarsi a continuation fund o soluzioni di liquidità basate sul NAV. In questo scenario, la crisi del software è trattata come un’interruzione ciclica e il backlog delle exit viene smaltito in modo più rapido ed esteso.

Il nostro scenario negativo (“tech downturn”): lo scoppio dell’AI e il ritorno alla trappola di liquidità. Nel caso di circostanze sfavorevoli, la narrativa AI potrebbe subire una revisione delle valutazioni. Le azioni tech pubbliche registrano un forte calo, gli investimenti corporate rallentano e la fiducia peggiora. Questa combinazione si è storicamente rivelata particolarmente dannosa per le distribuzioni, poiché tende a verificarsi quando i comparabili pubblici si ridimensionano. Di conseguenza, le valutazioni private diventano difficili da giustificare, gli acquirenti esitano e la finestra IPO tende a richiudersi. In questo scenario, il ciclo delle distribuzioni si indebolisce in modo significativo, con una riduzione di **–3pp nel 2026**, seguita da una stabilizzazione nel 2027 (+1pp) e nel 2028 (+1pp). Lo scenario rappresenta un esito “double-dip” per i portafogli fortemente esposti al software: i mercati delle exit non si normalizzano, il backlog rimane bloccato e gli sponsor devono estendere ulteriormente i periodi di detenzione. La liquidità continua a essere generata principalmente tramite meccanismi sintetici — NAV financing, preferred equity, continuation vehicle e ricapitalizzazioni selettive — invece che tramite vere realizzazioni. In questo caso, il reset del software evolve da uno shock valutativo a un vincolo strutturale prolungato sui ritorni cash del private equity.

La nostra principale conclusione per il 2026 è che questo anno sarà o una valvola di sfogo o un punto di rottura. In tutti gli scenari, il 2026 emerge come un anno cruciale. Lo scenario di base indica una riapertura parziale dei mercati delle exit, ma la ripresa è limitata dal peso strutturale degli asset software acquistati a multipli di picco. Da un lato, l’AI svolge un ruolo determinante nel ripristinare la price discovery e nel liberare il backlog, favorendo cicli di distribuzione più sani. Dall’altro lato, un’eccessiva fiducia nell’AI potrebbe portare a un nuovo downturn tecnologico, prolungando la siccità di liquidità e rafforzando la dipendenza del settore dall’ingegneria finanziaria. La conclusione fondamentale è che le prospettive di distribuzione fino al 2028 restano essenzialmente una questione di valutazioni e fiducia nel settore IT/software. Le condizioni IPO stanno migliorando e indicano una prima riapertura della finestra delle exit. Tuttavia, la nostra scomposizione evidenzia che l’incertezza geopolitica e commerciale rimane il principale vincolo. Finché tale incertezza resterà elevata, i mercati delle exit potranno anche riaprire, ma la normalizzazione rimarrà fragile, rendendo il percorso delle distribuzioni altamente dipendente dallo scenario.

In definitiva, il private equity resta una asset class fondamentale per la formazione di capitale a lungo termine e il miglioramento dei rendimenti, ma il settore sta entrando in un regime strutturalmente diverso. Il periodo post-2022 ha alzato definitivamente l’asticella: le **distribuzioni in cash**, e non gli utili NAV su carta, determineranno la fiducia degli allocatori, mentre il mercato valuta sempre più la **capacità operativa** anziché l’ingegneria finanziaria.

La questione principale per il periodo 2026-2028 è se il backlog tecnologico/software possa essere smaltito tramite una riapertura sostenibile dei canali IPO e M&A, oppure se la combinazione di incertezza valutativa e pressioni di rifinanziamento prolungherà la crisi di liquidità.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.