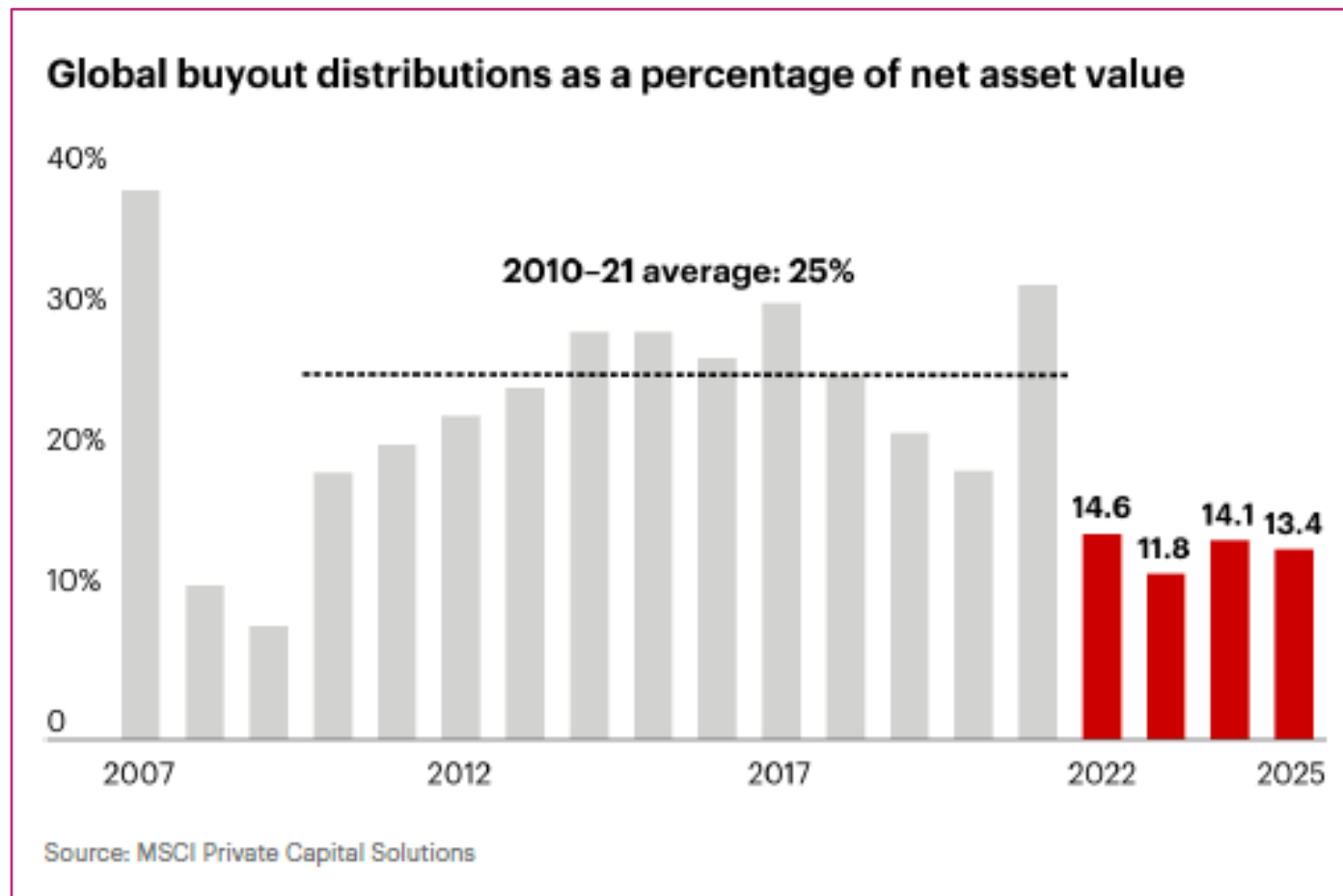




Pie In the Sky



Modeste distribuzioni in percentuale del NAV



Le distribuzioni espresse in percentuale del NAV continuano ad attestarsi su livelli molto più bassi della recente media storica: la media 2010-2021 registrava livelli pari ad un 25% ca., mentre nel periodo 2022-2025 si registrano valori inferiori di oltre 10 punti percentuali.

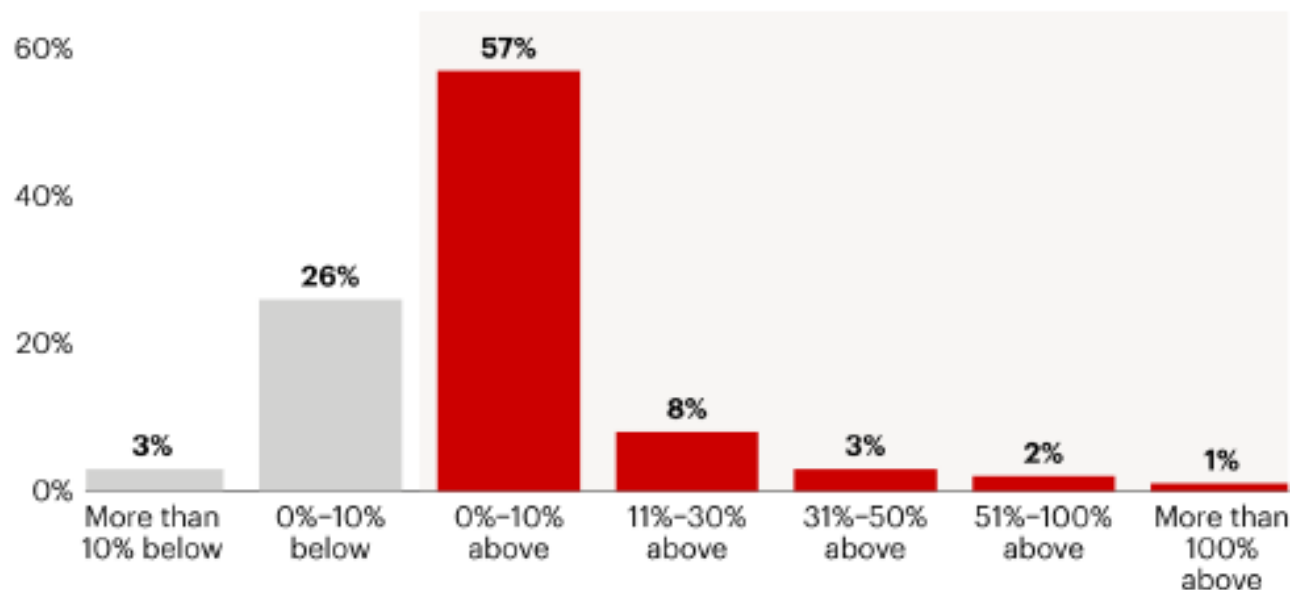
Il ciclo implicito del capitale è ora di circa 7 anni, ben al di là delle norme storiche.



I NAV sono realmente rappresentativi del valore?

Distribution of exit value vs. final mark before exit

■ Exits below marks (29%) ■ Exits above marks (71%)



Notes: Each bar shows exit proceeds, including residual escrow value, vs. the GP marks at the start of that quarter, with cumulative distributions and contributions from that quarter through exit; includes global buyout holdings exited between 2021 and 2025

Source: MSCI Private Capital Solutions

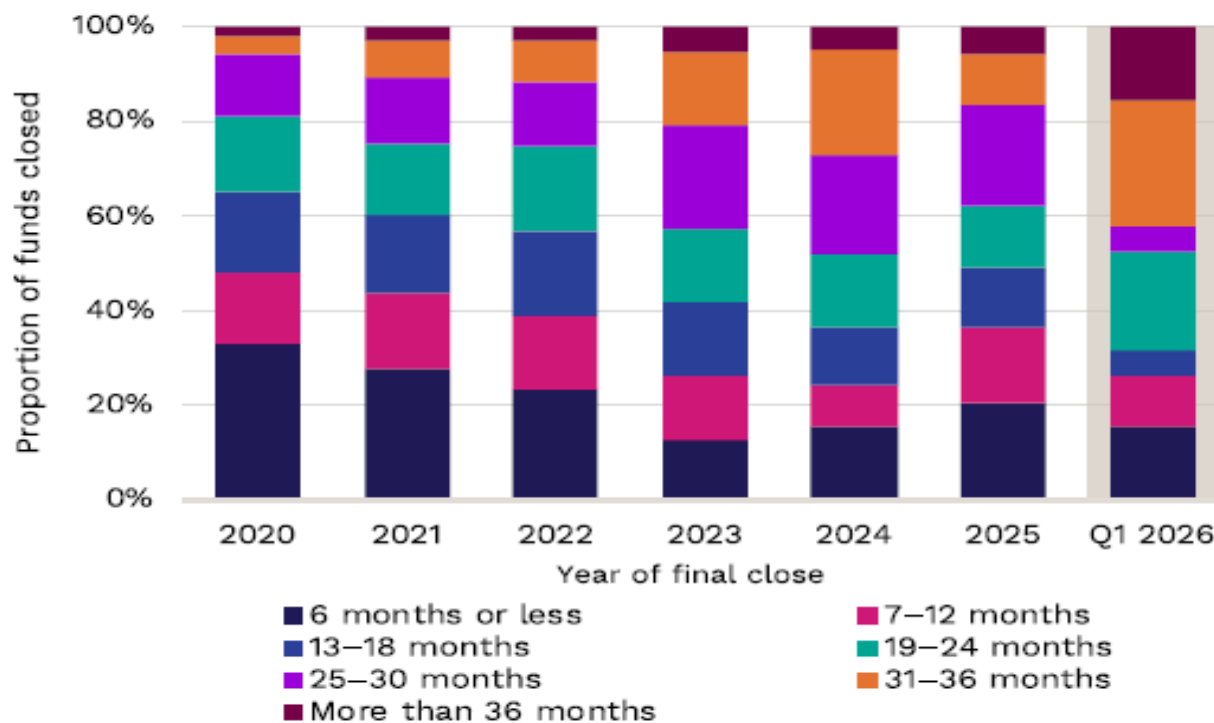
Secondo i dati raccolti, se si prendono i NAV del trimestre antecedente alle exit registrate (nel periodo 2021-2025), questi risultano tendenzialmente rappresentativi del valore della partecipata, e in genere prudentziali: il 71% dei NAV realizzati è risultato superiore rispetto all'ultimo riportato dal gestore, con la maggioranza delle operazioni comprese in una rivalutazione positiva tra 0% e 10%.

In altre parole, nonostante il crescente scetticismo sulle valutazioni dei private markets, il premio rispetto al NAV che gli acquirenti hanno storicamente pagato in fase di exit non sembra essere scomparso.



La durata del fundraising dei fondi è crescente

Private equity funds closed, by time spent in market
[View latest chart data in Preqin Pro](#)



Source: Preqin

Una percentuale crescente di fondi (>40%) ormai impiega oltre 24 mesi per la raccolta, riflettendo mediamente un contesto estremamente complicato e competitivo per i gestori.

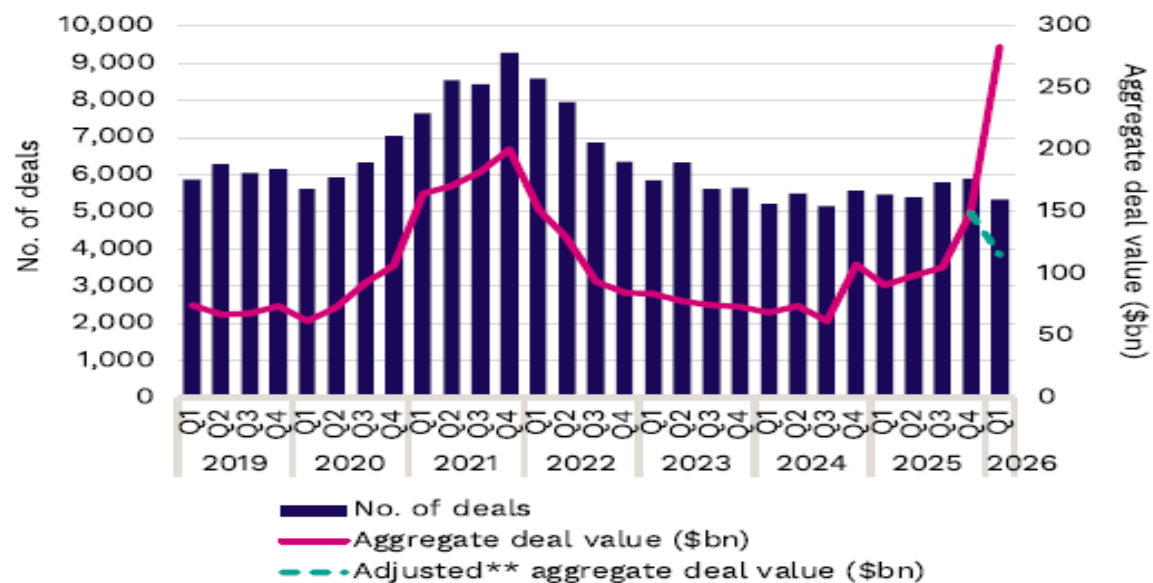
Certamente i bassi livelli di distribuzioni non aiutano in quanto raccolta e distribuzioni sono per definizione spesso correlate positivamente.



Gli AI mega deals guidano il VC

Quarterly VC deals, by volume and value*

[View latest chart data on Preqin Pro](#)



Source: Preqin

*Figures exclude add-ons, mergers, grants, secondary stock purchases, and venture debt

**Adjusted aggregate deal value removes the three largest deals in Q1 2026 (OpenAI, Anthropic PBC, and Waymo LLC), which totaled \$168bn (56% of deal value)

Nel Q1 2026 il valore delle operazioni di venture capital ha raggiunto 284 miliardi di dollari, contro i 149 miliardi del trimestre precedente: il massimo mai registrato.

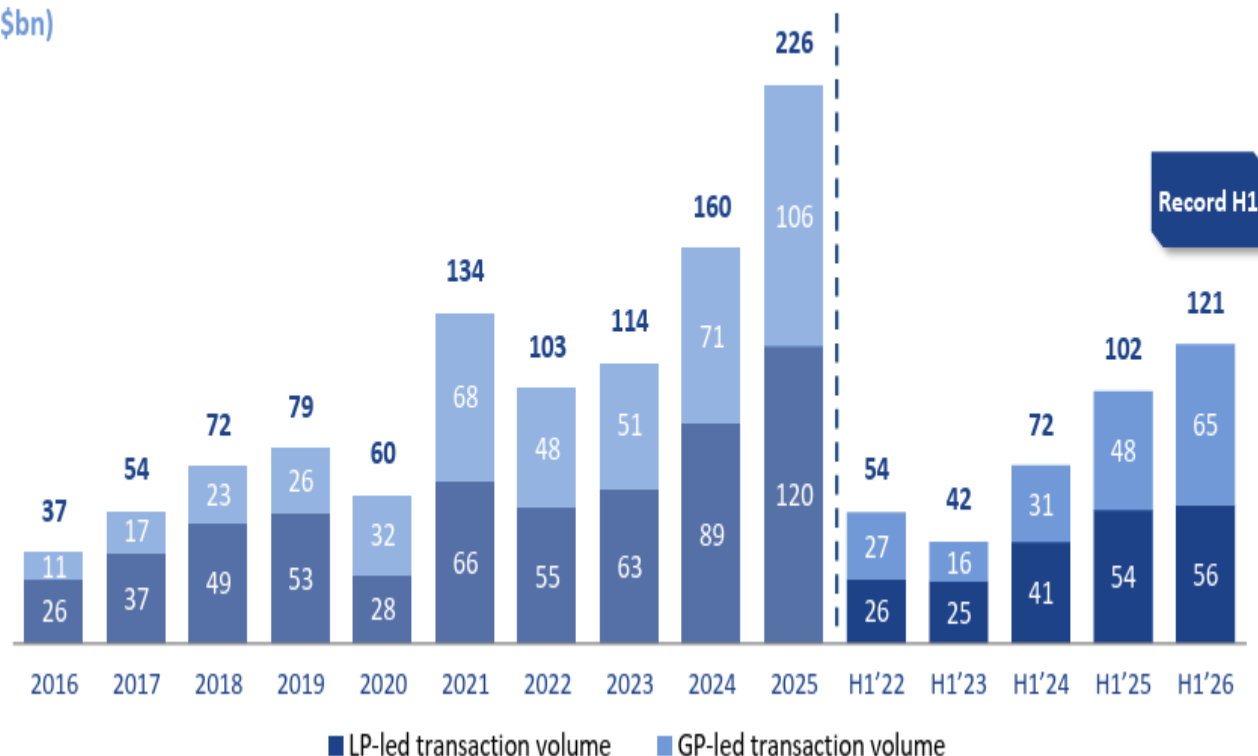
La crescita arriva quasi tutta dai round late-stage dell'intelligenza artificiale: 122 miliardi per OpenAI, la maggiore operazione di venture capital di sempre, e 30 miliardi per Anthropic.

Il mercato resta polarizzato: meno operazioni ma più grandi, con le start-up piccole e fuori dal tema AI in crescente difficoltà nella raccolta.



Verso un altro anno record per il secondario

Secondary Market Transaction Volume Over Time
(\$bn)



Il mercato del secondario continua a crescere in maniera decisa, con i dati al primo semestre 2026 che registrano un valore transato di 120+ miliardi di dollari – un aumento intorno al 20% rispetto al semestre precedente.

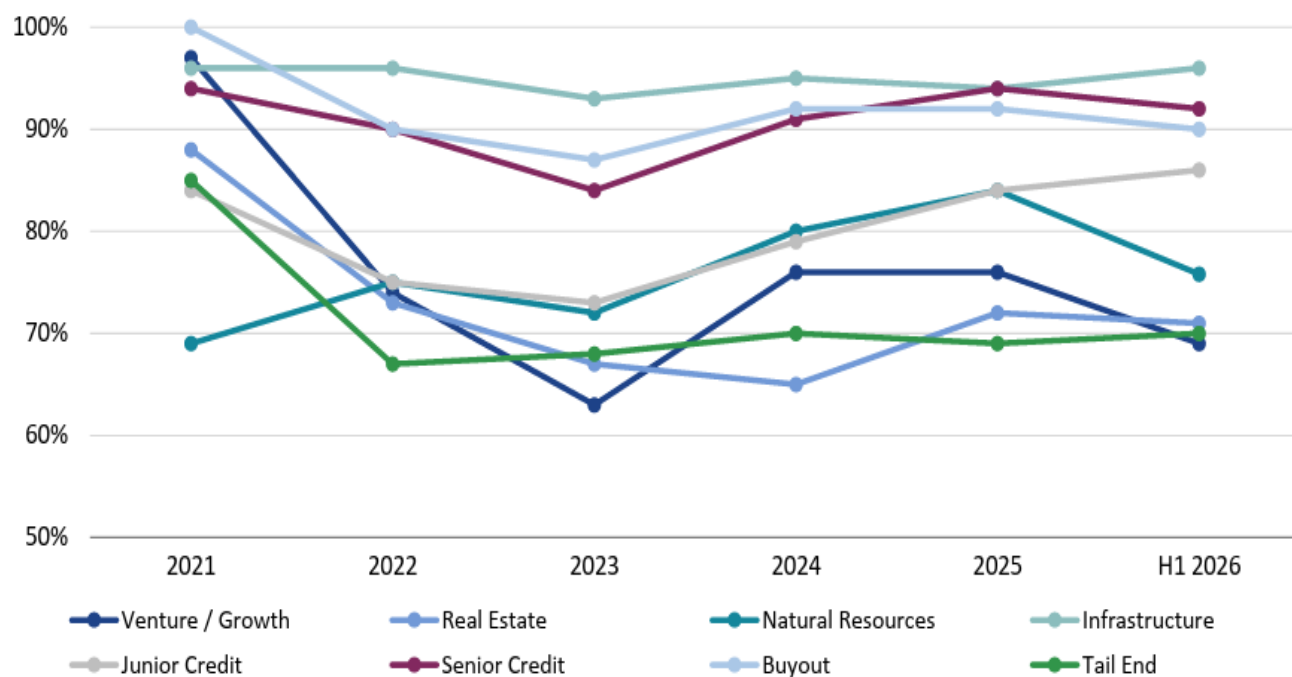
I deal GP- led hanno rappresentato la maggioranza delle operazioni, circa il 15% in più rispetto alle tradizionali operazioni LP-led.

A questo passo, il totale è destinato a rappresentare un ulteriore anno record per l'asset class.



Gli sconti sul secondario nel 2026

LP-led Secondary Pricing Trends by Strategy
(% of Reference Date NAV)



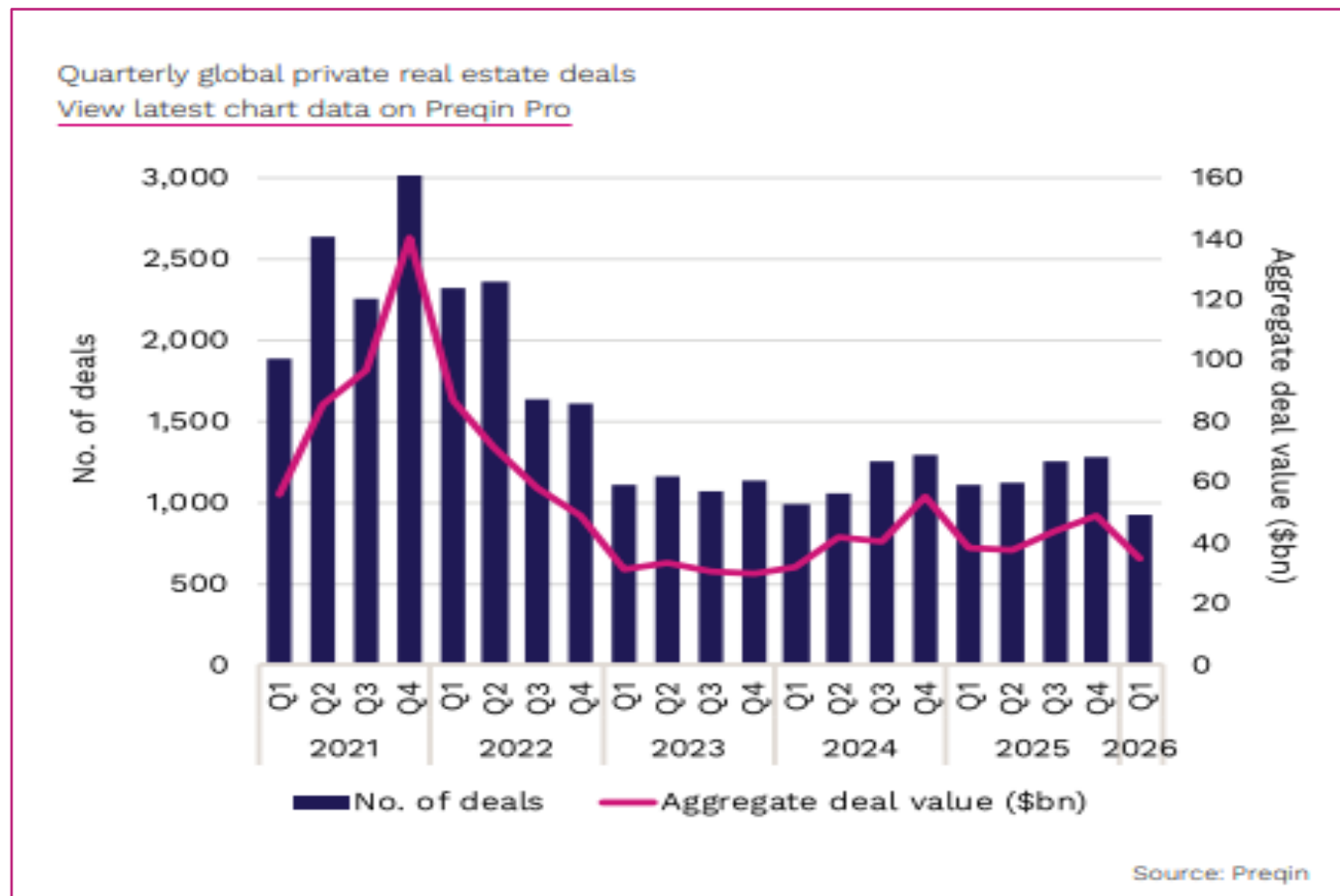
Il grafico riporta gli sconti medi registrati per le diverse asset class, per le transazioni di secondario LP-led.

Secondo i dati Evercore, fanalini di coda si confermano VC/Growth e Real Estate, con un sconto medio intorno al 30% del NAV – asset classes per cui continua quindi un periodo complicato.

Al contrario, le infrastrutture continuano a girare a bassi livelli di sconto (*low single digit*), mentre Buyout e Credit a ca. il 10%.



Il Real Estate stabile a bassi livelli di transato



Il valore aggregato globale delle operazioni di Real Estate nel primo trimestre 2026 è sceso a circa 35 miliardi di dollari, il livello più basso dal primo trimestre 2024, secondo Preqin. Anche il numero di operazioni concluse è calato a 933, il dato trimestrale più debole registrato negli ultimi cinque anni.

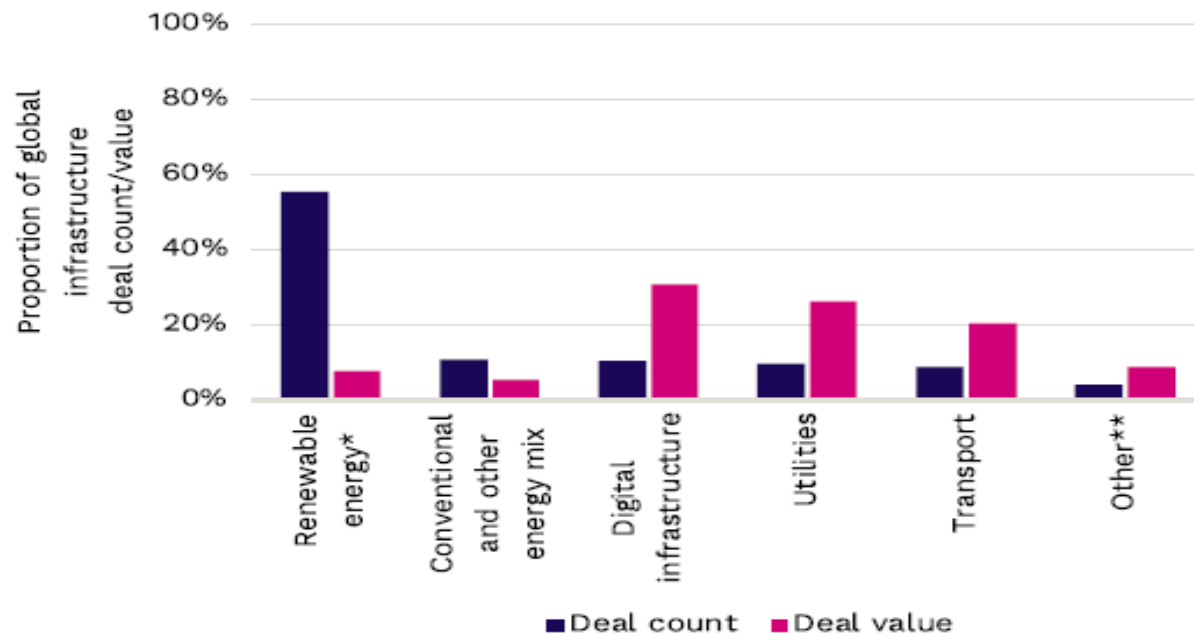
Continua quindi il momento non positivo del comparto immobiliare, che resta senza segni di ripresa marcati.



Infrastrutture guidate dai data centres

Proportion of global infrastructure deal count and value in Q1 2026, by industry

[View latest chart data on Preqin Pro](#)

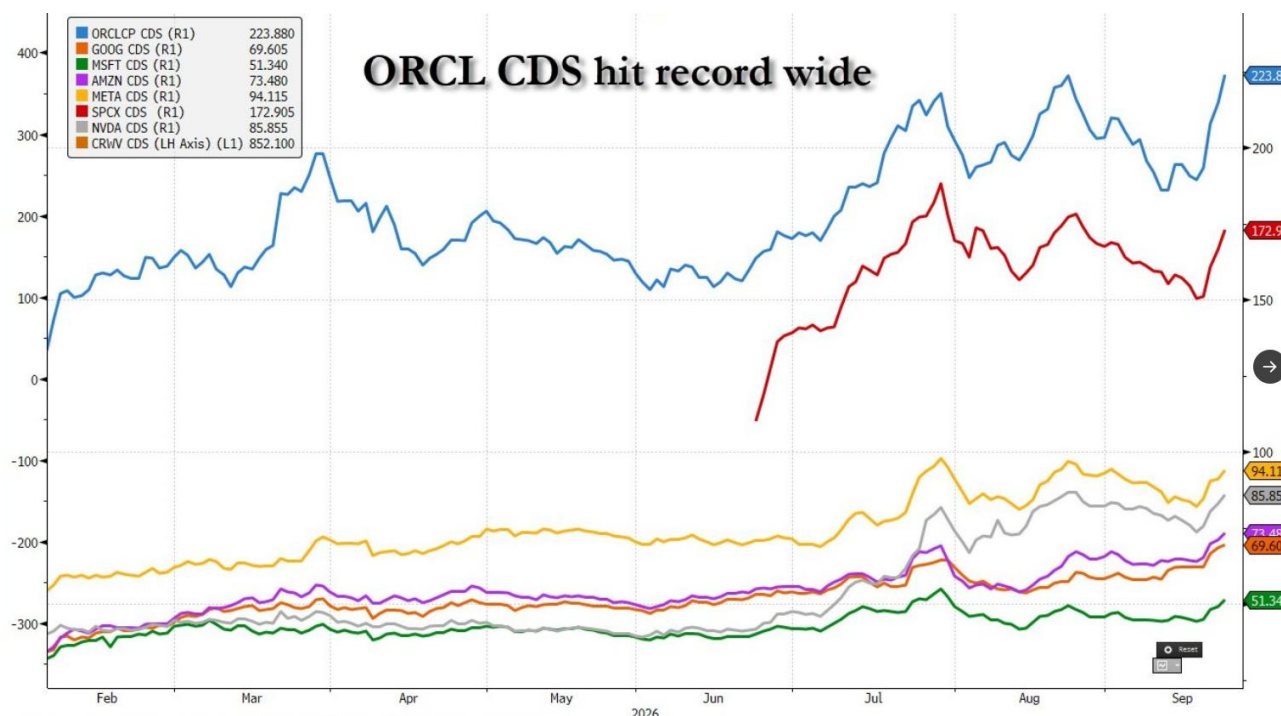


Source: Preqin, data as of April 6, 2026

Le energie rinnovabili hanno rappresentato il 56% del numero di operazioni ma solo l'8% del valore aggregato delle transazioni nel Q1 2026, riflettendo un elevato volume di operazioni di dimensioni più contenute. Al contrario, le infrastrutture digitali hanno rappresentato l'11% del numero di operazioni ma il 31% del valore, trainate da transazioni meno numerose ma sensibilmente più grandi. All'interno delle infrastrutture digitali, i data center hanno rappresentato la quota principale sia per numero che per valore delle operazioni del segmento. La domanda, trainata dall'intelligenza artificiale sta accelerando il fabbisogno di infrastrutture, con stime che indicano oltre 200 GW di capacità aggiuntiva a livello globale necessari entro la fine del decennio.



Data centres: il credito sotto pressione



AI: è tutto oro quel che luccica? Iniziano ad emergere i primi segnali di stress. Il caso più evidente è Project Jupiter, il campus da 2,45 GW in New Mexico sviluppato da Stack Infrastructure, società del portafoglio di Blue Owl, e destinato a fornire capacità a OpenAI tramite Oracle. A causa dei ritardi e dell'opposizione locale e regolatoria, i circa 18 miliardi di dollari di prestiti che finanziano il progetto erano già scambiati intorno a 90 cents per dollaro. Adesso, Oracle ha inviato un notice di forza maggiore per tutelarsi contrattualmente da ulteriori ritardi, aumentando le preoccupazioni di finanziatori e investitori. Nel frattempo, i CDS di Oracle hanno toccato nuovi massimi



Investitori bloccati nei fondi di Private Credit

Private credit exits: requested vs honoured, fund by fund

Quarterly redemption requests (% of shares) and share of requests paid out, Q4 2025 - Q3 2026

Share of requests met: 100% 40-99% under 40%

Manager / fund	Q4 2025		Q1 2026		Q2 2026		Q3 2026	
	Requested	Met	Requested	Met	Requested	Met	Requested	Met
Blackstone BCRED	4.5%	100%	7.9%	100%	~10%	~50%	~10%	~50%
Apollo Debt Solutions (ADS)	n/d		11.2%	~45%	16.8%	~30%	14.7%	~34%
Ares Strategic Income (ASIF)	n/d		11.6%	~43%	14.4%	~35%	pending	
Blue Owl Credit Income (OCIC)	~5%	100%	21.9%	~23%	18.8%	~27%	pending	
Blue Owl Technology Income (OTIC)	15.4%*	100%	40.7%	~12%	38.1%	~13%	pending	
BlackRock/HPS Corporate Lending (HLEND)	n/d		9.3%	~54%	13.3%	~38%	11.5%	~43%
Cliffwater Corporate Lending Fund	n/d		~14%	~50%	~17%	~33%	~16%	~33%
Morgan Stanley North Haven PIF	n/d		n/d		11.6%	~43%	11.4%	~44%
Golub GCRED	n/d		n/d		8.5%	~59%	4.8%	100%
Oaktree Strategic Credit (OSCF)	n/d		6.8%	100%	4.5%	100%	n/d	

n/d = not disclosed or not found. Share met = payout / requests; figures marked ~ are derived from the 5% cap and requested percentage. Cliffwater Q1 cap was 7%.
BCRED Q1: cap raised to 7%, remainder covered by ~\$400m from Blackstone and employees. * OTIC Q4 2025: requests reported at ~15-17%; fund redeemed 15.4%.
Golub quarters follow tender close (May 1 = Q2, July 29 = Q3). Q3 2026 results for Ares and Blue Owl not yet published. Requests include re-tenders of unfilled prior requests.
Source: Fund shareholder letters and SEC tender filings; Bloomberg; Reuters; PitchBook; AltsWire; CNBC. Data as of Sept 23, 2026.

Continuano i blocchi alle uscite dai fondi di Private Credit, con molti investitori che si devono mettere pazientemente in fila in attesa di poter ricevere indietro il proprio capitale.

Tra i grandi nomi ad aver mantenuto il cap alle redemptions, Apollo con il suo Debt Solutions BDC fund che registra un 15% ca. di richieste a fronte di un cap del 5%; Cliffwater con numeri simili sul Corporate Lending Fund (cap al 5%, a fronte di richieste del 16%); Morgan Stanley cap al 5% rispetto a richieste del 11.5% per il MS PIF fund.

Ricordiamo che negli ultimi mesi, gli investitori hanno ritirato capitali dai fondi di credito privato, a causa, tra le altre, di preoccupazioni riguardanti gli standard di concessione dei prestiti e la capacità delle società di software di reggere l'impatto dell'intelligenza artificiale.

