



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## **Il *private capital* nel mondo. Il contesto normativo e istituzionale**

Intervento di Alessandra Perrazzelli  
Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia

AIFI, 20 marzo 2023

### **Il *private capital* in Italia**

Da oltre un decennio, è in corso un trend globale di crescita del peso degli intermediari finanziari non bancari nel finanziamento all'economia. In Italia, il sistema bancario ha svolto storicamente un ruolo prevalente e la quota della finanza non bancaria è rimasta abbastanza stabile nel tempo; tuttavia, si è osservato un rilevante rafforzamento del ruolo degli intermediari non bancari, soprattutto degli operatori del risparmio gestito<sup>1</sup>.

In particolare, sta emergendo con forza il ruolo del *private capital* come supporto al cambiamento e allo sviluppo dell'economia reale italiana: tra i canali di finanziamento complementari rispetto al credito bancario, i fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi mobiliari rappresentano un importante strumento per favorire l'afflusso di risorse al tessuto produttivo, fungendo da partner per aziende e famiglie imprenditoriali per la crescita delle loro società. Questi canali sono ancor più rilevanti in contesti di mercato sempre più complessi ed imprevedibili, dove competenze, disponibilità di capitali e processi decisionali strutturati sono fondamentali per supportare strategie di successo.

Il ruolo svolto da questi fondi – tra cui si annoverano fondi di *private equity* e *venture capital*, fondi di *private debt*, fondi di credito, fondi infrastrutturali, fondi armonizzati quali i fondi d'investimento europei a lungo termine (ELTIF) e i fondi europei di *venture capital* (EuVECA) – può essere cruciale nell'attuale situazione economica, in cui è necessario sostenere la ripresa e favorire gli investimenti delle imprese necessari alla transizione ecologica e digitale. I FIA chiusi, inoltre, possono favorire l'investimento indiretto del risparmio privato nell'economia reale grazie all'orizzonte temporale di medio e lungo termine con cui operano e alle competenze di gestori specializzati nella selezione di progetti complessi, incluse le ristrutturazioni aziendali.

---

1 Il risparmio gestito: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali. Intervento di Giuseppe Siani, Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, del 15 febbraio 2023.

Nel corso dell'ultimo quinquennio si è assistito ad un aumento sensibile delle iniziative italiane nel *private capital*<sup>2</sup>, con l'ingresso di numerosi nuovi operatori, nella maggior parte dei casi "sotto soglia"<sup>3</sup>. I relativi fondi, di dimensione generalmente contenuta (80 milioni di euro), investono principalmente in PMI, con singoli *ticket* di investimento non elevati.

La crescita delle masse complessivamente in gestione<sup>4</sup> è stata favorita dall'interesse crescente di alcuni investitori istituzionali (assicurazioni, casse di previdenza, fondi pensione) che, attratti da ritorni attesi più elevati nel medio-lungo termine e in un'ottica di diversificazione dei propri portafogli, hanno progressivamente destinato una quota più alta dei propri patrimoni a questa tipologia di *asset class*.

Tuttavia, il ritardato avvio di questo processo, rispetto ad altre realtà europee, pesa sul contributo dell'industria domestica del *private capital* all'economia italiana, che risulta inferiore rispetto a quella dell'area euro<sup>5</sup>. Ne è inoltre derivato un rallentamento nel percorso di crescita dei gestori italiani: questi mediamente gestiscono patrimoni di poco superiori ai 230 milioni di euro, un valore ben al di sotto delle medie europee, nonostante i recenti aumenti<sup>6</sup>.

### **Interventi normativi recenti e futuri possono favorire il comparto del *private capital* italiano ed europeo**

Nell'ottica dello sviluppo del settore, un importante impulso potrebbe essere originato da investitori capaci e pronti a muovere ingenti risorse a sostegno di nuovi progetti di *venture*. Il ruolo di *anchor investor* assunto da CDP, sulla scorta di iniziative simili già avviate a livello europeo (si pensi al FEI) ed in altri Paesi dell'eurozona, va in questa direzione. La sua azione sarà tanto più efficace quanto in grado di generare un effetto leva sulle risorse pubbliche investite, attraendo competenze e ampliando l'orientamento degli investitori istituzionali, italiani e non, verso il comparto del *venture capital* e del *private equity*.

Alla luce del quadro che ho brevemente richiamato, emerge l'urgenza di stimolare la crescita del settore attraverso iniziative sia a livello nazionale sia europeo: occorre aumentare l'*appeal* e la capacità di questi fondi di catalizzare gli investimenti dei soggetti istituzionali e anche delle famiglie; rafforzarne l'operatività all'estero, per raccogliere

---

2 Si è passati da 88 operatori a fine 2017 a 146 operatori a fine 2022, di cui circa la metà "sotto soglia".

3 Ai sensi dell'art. 35-undecies del TUF, sono definiti "sotto soglia" i gestori di FIA (GEFIA) riservati il cui valore totale delle masse gestite non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni di euro nel caso in cui essi non facciano ricorso alla leva e non consentano il diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale. Per i gestori sotto soglia il capitale sociale minimo iniziale è fissato ad almeno 50.000 euro (anziché 1 milione di euro); inoltre a essi non si applicano le disposizioni attuative di Banca d'Italia e Consob previste dall'art. 6, commi 1, 2 e 2-bis, riguardanti, ad esempio, i divieti relativi all'attività di investimento, le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, il governo societario e i requisiti generali di organizzazione, che trovano invece applicazione per i GEFIA fully-fledged.

4 Le masse gestite sono più che raddoppiate (34 miliardi di euro a fine 2022 rispetto a 14 miliardi a fine 2017); il numero di fondi è passato da 165 a 423.

5 A fine 2021 il patrimonio dei FIA chiusi italiani in rapporto al PIL era pari al 2%, dato inferiore a quello dell'area (6%).

6 Nel 2017 il dato era pari a 160 milioni di euro.

risorse da indirizzare alle imprese, anche nazionali. È una sfida importante, cruciale per la crescita del nostro Paese, e che riguarda innanzitutto gli operatori, ma che coinvolge anche le istituzioni e le autorità. Una sfida che richiede la conoscenza approfondita delle potenzialità e delle carenze strutturali del settore, che deve far leva sul dialogo tra autorità e mercato per trovare il giusto equilibrio tra le opportunità di sviluppo e l'esigenza imprescindibile di governare i rischi.

In questa direzione si muovono alcuni degli interventi legislativi degli ultimi anni. Mi riferisco, in particolare:

- A livello europeo alle modifiche alla disciplina dei fondi europei di *venture capital* (EuVECA), che hanno esteso la possibilità di commercializzare e gestire questi fondi anche ai gestori di FIA "sopra la soglia", ne hanno ampliato la capacità di investire in PMI quotate in mercati in crescita;
- A livello nazionale:
  - ai piani individuali di risparmio (PIR) che hanno favorito gli investimenti in imprese italiane mediante l'introduzione di incentivi fiscali;
  - alla modifica del Decreto Ministeriale 30/2015 che ha esteso la platea di clienti non professionali ai quali è oggi possibile commercializzare i FIA italiani riservati;
  - all'abolizione del limite di concentrazione per gli investimenti in crediti verso la medesima controparte applicabile ai FIA di credito riservati per favorire la possibilità dei fondi di erogare finanziamenti alle imprese<sup>7</sup>.

Si tratta di un insieme diversificato e articolato di interventi che hanno cercato di superare alcune delle carenze strutturali del settore domestico, registrando alcuni passi in avanti, seppur ancora insufficienti per recuperare i ritardi e gli scarti dimensionali nel confronto con gli altri operatori europei.

Ci sono dunque ancora rilevanti margini di miglioramento. Sono possibili ulteriori interventi sia per ampliare le opportunità di investimento del risparmio delle famiglie, sia per incentivare le imprese a offrire strumenti finanziari da poter inserire nei portafogli degli investitori istituzionali, per fornire canali alternativi e snelli per il finanziamento delle attività imprenditoriali. Verso questa direzione vanno anche alcune recenti iniziative a livello dell'UE che, nell'ambito dei lavori per lo sviluppo dell'Unione dei Mercati dei Capitali (*Capital Markets Union*), mirano a potenziare l'offerta di prodotti europei armonizzati a supporto degli investimenti nell'economia reale. In prospettiva, la pubblicazione di una proposta legislativa della Commissione europea sulla strategia europea per gli investitori al dettaglio (*EU Strategy for retail investors*) contribuirà al raggiungimento dell'obiettivo di accrescere gli investimenti dei consumatori nel mercato dei capitali, al contempo assicurando loro adeguate tutele.

---

<sup>7</sup> Il limite di concentrazione per i FIA di credito non riservati non è stato invece modificato. Ne era stato proposto l'allentamento (dall'attuale 10% al 20%) ma la Consob si è opposta in sede di rilascio del proprio parere, per ragioni di tutela degli investitori.

Al riguardo, vorrei richiamare in particolare la revisione del regolamento sui fondi d'investimento europei a lungo termine (ELTIF), il cui testo finale è stato recentemente finalizzato<sup>8</sup>, che mira a rilanciare il ruolo degli ELTIF come fonte di finanziamento a lungo termine per le piccole e medie imprese, in grado di contribuire a una crescita sostenibile e inclusiva dell'UE in vari settori economici (trasporti, energetico, innovazione tecnologica, sociale), rendendo questi fondi più flessibili e appetibili per gli investitori e superando gli aspetti che ne hanno sin qui limitato lo sviluppo. Tra le novità più rilevanti, le nuove regole ampliano la gamma delle attività in cui gli ELTIF possono investire<sup>9</sup> e le possibilità di accesso a questi fondi per gli investitori al dettaglio<sup>10</sup>. Specificano più chiaramente le modalità con le quali i gestori di ELTIF possono consentire finestre di rimborso opzionali per favorire le entrate e le uscite degli investitori durante la vita del fondo; sarà importante che la normativa attuativa in corso di predisposizione presso l'ESMA assicuri un'applicazione di queste regole tale da garantire l'equilibrio patrimoniale ed economico dei fondi ELTIF e la tutela degli investitori<sup>11</sup>.

A livello nazionale, un importante cantiere aperto è il tavolo di lavoro sulla Finanza per la crescita. Coinvolge rappresentanti delle istituzioni, delle autorità di vigilanza e dell'industria, chiamate a confrontarsi per comprendere le carenze e le esigenze del settore, con l'obiettivo di proporre interventi normativi volti a incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali. In questa sede, sul fronte del risparmio gestito sono in corso di valutazione interventi mirati alla disciplina nazionale in un'ottica di semplificazione delle regole. Ne è un esempio il regime applicabile alle società d'investimento a capitale fisso (SICAF) o a capitale variabile (SICAV) gestite da gestori esterni (cosiddette "eterogestite"): questo regime, attualmente analogo a quello previsto per le società d'investimento che gestiscono direttamente i propri patrimoni, verrebbe semplificato con l'eliminazione di una serie di istituti, non necessari, per rendere questi veicoli più appetibili, più semplici e snelli, per favorirne lo sviluppo.

Queste iniziative sono importanti e vanno pertanto sostenute. È necessario però che gli interventi legislativi operino un bilanciamento tra gli obiettivi di politica economica che

---

8 Il 7 marzo scorso il Consiglio dell'UE ha adottato il Regolamento di modifica del *framework* ELTIF, che entrerà in vigore dopo la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'UE. Sono già in corso i lavori presso l'ESMA per la redazione delle norme tecniche di regolamentazione previste nel regolamento.

9 Ad esempio, le nuove regole rimuovono il valore minimo per gli investimenti degli ELTIF in beni materiali e immateriali e consentono gli investimenti in imprese finanziarie – purché costituite da meno di cinque anni – e in alcune tipologie di cartolarizzazioni.

10 I vincoli quantitativi che limitavano l'accesso degli investitori *retail* a questi prodotti sono stati rimossi e sostituiti da un potenziamento di tutele qualitative di derivazione MiFID, tra cui l'obbligo di effettuare il test di adeguatezza (*suitability test*) del cliente al dettaglio e l'inclusione di specifici allerta scritti (*written alert*) volti ad aumentare la consapevolezza di questi investitori sui rischi e le caratteristiche di investimento a lungo termine dei fondi ELTIF.

11 In particolare, il nuovo regolamento ELTIF conferma la possibilità per i gestori di ELTIF di consentire rimborsi anticipati nel rispetto di specifiche condizioni volte a tutelare la stabilità complessiva del fondo, chiarendone meglio i presupposti; per rafforzare la possibilità di scambi di quote o azioni di ELTIF sul mercato secondario è inoltre introdotto un nuovo meccanismo di "abbinamento" (*matching*), che permette agli investitori di cedere le proprie quote qualora vi sia una congrua corrispondenza tra le richieste di vendita e quelle di acquisto di potenziali nuovi investitori. I dettagli operativi di questi meccanismi sono in corso di definizione nelle norme di secondo livello a cura dell'ESMA.

si intende perseguire la sana e prudente gestione, la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e la tutela del risparmio e degli investitori - soprattutto se *retail*. I benefici attesi in termini di ampliamento delle fonti di finanziamento a disposizione delle imprese dovrebbero pertanto essere costantemente valutati alla luce dei maggiori rischi cui le famiglie vengono potenzialmente esposte a seguito di investimenti a medio e lungo termine in strumenti relativamente rischiosi o illiquidi.

In tal senso, di pari passo alla crescita del comparto del *private capital*, con il fiorire di nuove iniziative e di nuovi operatori – anche attraverso l'importante impegno profuso dal Gruppo CDP – deve essere garantita una sempre maggiore robustezza e consistenza dei modelli di business, delle strategie, degli assetti organizzativi e di *governance* e dei presidi sui rischi più rilevanti adottati dalla platea degli intermediari vigilati.

La canalizzazione di risorse pubbliche e private nell'economia reale, nei diversi stadi di maturità degli investimenti *target* (*pre-seed*, *start-up*, PMI, etc.), richiede l'adozione di *policy* che, lungo tutte le fasi di investimento (*origination*, monitoraggio *in itinere* e disinvestimento), prevedano il ricorso a set informativi consistenti, metodologie valutative coerenti con la tipologia di *asset*, competenze manageriali in grado di poter incidere positivamente sul processo di crescita delle imprese *target* e di verifica dell'andamento dei piani strategici, dei risultati conseguiti. Richiede inoltre di prevedere strumenti di intervento tempestivi a fronte di eventuali scostamenti e strategie di *exit* che non si limitino a garantire ritorni elevati agli investitori ma che favoriscano al contempo la creazione di valore nell'economia reale.

I modelli di *governance* degli intermediari, indipendentemente dalla loro dimensione, condizionano il conseguimento degli obiettivi aziendali, influenzano le performance economiche e patrimoniali e incidono sul rispetto delle condizioni di sana e prudente gestione. Nell'esercizio dell'autonomia imprenditoriale, gli intermediari sono chiamati a dotarsi di assetti in linea con le disposizioni di vigilanza e confacenti al perseguimento degli obiettivi aziendali.

L'affidamento di funzioni essenziali o importanti a soggetti terzi non può prescindere dalla selezione attenta dei fornitori e dal presidio e monitoraggio nel continuo delle attività esternalizzate e della qualità dei servizi ricevuti, ai fini di una gestione consapevole e attiva dei rapporti in essere con i fornitori. In proposito, la Banca d'Italia già da alcuni anni sta ponendo crescente attenzione al fenomeno dell'esternalizzazione; in tale ambito rientrano l'effettuazione di ispezioni sui principali provider e la prossima introduzione di una segnalazione sui contratti di esternalizzazione degli intermediari al fine, tra l'altro, di monitorare la concentrazione nell'offerta dei servizi.

Gli assetti organizzativi e dei controlli dei gestori di fondi di *private capital* dovrebbero riflettere le complessità e le specificità del comparto, bilanciando le esigenze di efficienza aziendale con competenze specifiche e modelli di gestione del rischio robusti. In un contesto fortemente interconnesso con numerosi *stakeholder* (le imprese *target*, gli istituti di credito finanziatori, gli investitori, gli altri operatori del mercato, ecc.), presidi efficaci e capaci di intercettare tempestivamente indicatori di vulnerabilità inattese possono prevenire la diffusione di eventuali esternalità negative.

Come Banca d'Italia, infatti, nell'attività di vigilanza, guardiamo, oltre che al contenimento del rischio, alla stabilità e alla sana e prudente gestione dei singoli intermediari, agli eventuali fattori di rischio e vulnerabilità del sistema finanziario che potrebbero costituire una minaccia per la sua stabilità, allo scopo di prevenirne, o limitarne, gli effetti sull'economia reale. I presidi normativi come quelli gestionali sono passi fondamentali sulla strada per l'eccellenza, per conservare la fiducia degli investitori e per garantire la stabilità del sistema.

L'approccio prudenziale adottato nell'ambito dell'azione di vigilanza sugli intermediari italiani del *private capital*, pur nel rispetto del principio di proporzionalità, è strettamente legato alla rischiosità intrinseca del comparto e alle interconnessioni dello stesso con l'economia reale e finanziaria, a livello domestico e internazionale. Alla luce dei possibili effetti di contagio, la valutazione prudenziale del profilo di rischio specifico del singolo intermediario, soprattutto nei casi connotati da maggior criticità e da rilevante interconnessione, deve essere accompagnata da un presidio rafforzato per la stabilità complessiva del sistema.

## **L'innovazione**

L'innovazione rappresenta un fattore fondamentale per supportare lo sviluppo del settore dei fondi d'investimento da un lato, per garantire la competitività delle imprese domestiche e la crescita dell'economia dall'altro. In questo contesto, estremamente dinamico e in forte accelerazione, la Banca d'Italia ha accettato le sfide che l'innovazione ci pone davanti e ha assunto un ruolo di *catalyst* per promuovere soluzioni di sistema che favoriscano la crescita degli operatori e lo sviluppo della buona innovazione, le cui caratteristiche fondamentali devono essere quelle della sicurezza, dell'inclusione, della sostenibilità e dell'efficienza a beneficio di tutti gli *stakeholder*. In linea con le migliori prassi adottate a livello internazionale, nel corso degli ultimi anni sono stati sviluppati tre diversi e integrati canali di dialogo con il mercato: Canale Fintech, Milano Hub e la Sandbox regolamentare. Sono strumenti fondamentali per l'interazione tra l'Autorità e il mercato, per un dialogo informale e costruttivo, per trasformare un'idea in progetto, offrendo la possibilità di testarne la robustezza in un ambiente protetto.

Questi facilitatori rappresentano opportunità importanti per gli intermediari, anche del risparmio gestito. Alcuni progetti in esame riguardano società di gestione, che si sono rivolte a *partner* specializzati al fine di sperimentare gli impatti che le nuove tecnologie. Penso in particolare alle soluzioni che contemplano l'utilizzo dell'Intelligenza Artificiale e della DLT, oggetto delle due call di Milano Hub, che possono produrre benefici importanti anche nella filiera del risparmio gestito.

In questo ambito, voglio richiamare il ruolo chiave che il vostro settore può e deve svolgere per canalizzare le risorse finanziarie indispensabili a sostegno dell'innovazione, per permettere la trasformazione di idee in progetti di successo. L'innovazione si caratterizza per la velocità, la volatilità, a fronte degli ingenti finanziamenti richiesti; per cogliere le opportunità senza trascurarne i rischi anche sotto il profilo finanziario si confermano cruciali le conoscenze e le competenze del *private capital*.



