IVASS
ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI

L'industria del capitale privato in Italia: sviluppi recenti e prospettive

Intervento di Paolo Angelini
Direttore generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS

Consiglio Generale di AIFI
Milano, 25 novembre 2026

1. Introduzione[1]

Il divario di crescita tra l'Italia e l'Europa è interamente riconducibile alla stagnazione della produttività, ferma da un quarto di secolo. Negli ultimi anni il sistema produttivo si è rafforzato, ma la crescita della produttività resta concentrata nelle imprese più dinamiche e fatica a diffondersi al resto del tessuto produttivo[2].

Tra i fattori propulsivi della produttività vi sono l'innovazione e la diffusione delle nuove tecnologie. In Italia, un segnale delle difficoltà su questo fronte è la ridotta spesa in ricerca e sviluppo: l'1,4 per cento del PIL, contro il 2,3 della media UE, il 2,7 della Cina e il 3,5 degli Stati Uniti. Il divario, ampliatosi nel tempo, riguarda soprattutto la spesa delle imprese, mentre quella del settore pubblico è poco al di sotto della media UE e degli Stati Uniti. Segnali analoghi provengono dalle misure di adozione dell'intelligenza artificiale da parte delle imprese.

L'Italia esprime competenze scientifiche di rilievo – nelle pubblicazioni di qualità in ambito STEM si colloca vicino alla Germania e supera nettamente la Francia – ma stenta a trasformarle in innovazione e iniziativa imprenditoriale: la brevettazione resta contenuta e concentrata nelle tecnologie mature, le nuove imprese tecnologiche di successo sono poche[3].

---

1 Desidero ringraziare per l'aiuto nella preparazione di questo intervento F. D'Amuri, S. Di Bella, F. Giannini, G. Guazzarotti, V. Guerrieri, C. Inzerillo, E. Padovani, A. Paionni, F. Parente, G. Rinna e S. Sordoni.

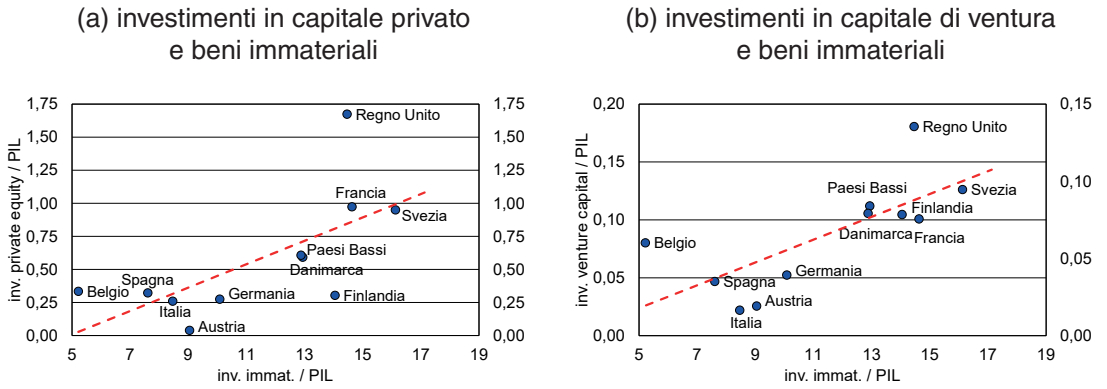
2 Banca d'Italia, Memoria nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sulla capacità competitiva del sistema Italia, sulle dinamiche del PIL nel periodo 1992-2025 in rapporto alla media UE e sulle leve di intervento sui settori produttivi per sostenere la crescita economica*, Camera dei deputati, Roma, 30 settembre 2026.

3 M. Andini, F. Bertolotti, L. Citino, F. D'Amuri, A. Linarello e G. Mattei, *Ricerca, innovazione e trasferimento tecnologico in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 954, 2025.

L'innovazione e l'utilizzo di nuove tecnologie richiedono investimenti in software, dati, competenze. Si tratta in larga parte di attività immateriali, difficili da utilizzare come garanzia per un prestito. Occorre affiancare al credito il capitale di rischio, capace di assorbire le perdite e di partecipare al successo delle iniziative. Nei principali paesi si riscontra una correlazione positiva tra investimenti in attività immateriali e capitale di rischio privato, compreso il capitale di ventura; tra di essi, l'Italia spicca per il modesto sviluppo di questi mercati (Figura 1).

Figura 1

Correlazione tra investimenti in attività immateriali e peso del capitale privato
(valori medi 2020-24, in percentuale del PIL)



Fonte: OCSE per PIL: EUKLEMS & INTANProd per gli investimenti immateriali; Invest Europe per gli investimenti in capitale privato. Il capitale privato include il capitale di ventura.

Le analisi della Banca d'Italia offrono riscontri coerenti con questo quadro. Le nuove imprese italiane che ricevono capitali da investitori specializzati investono di più in attività immateriali e crescono più rapidamente[4]. I fondi di capitale privato si orientano verso imprese già più grandi, redditizie e patrimonializzate, che dopo il loro ingresso mostrano una crescita più sostenuta e maggiori investimenti[5].

Il mercato italiano del capitale di rischio privato è cresciuto rapidamente negli ultimi anni. Nel 2025 gli operatori italiani ed esteri specializzati in questa classe di attivi hanno investito in imprese italiane circa 8 miliardi di euro, contro poco più di 3 nel 2015; la componente relativa al capitale di ventura è aumentata da 76 milioni a 1,1 miliardi. Ciononostante, il nostro mercato resta nettamente meno sviluppato di quello dei principali paesi europei, sia per valore degli investimenti (Figura 2) sia per numero di operatori[6].

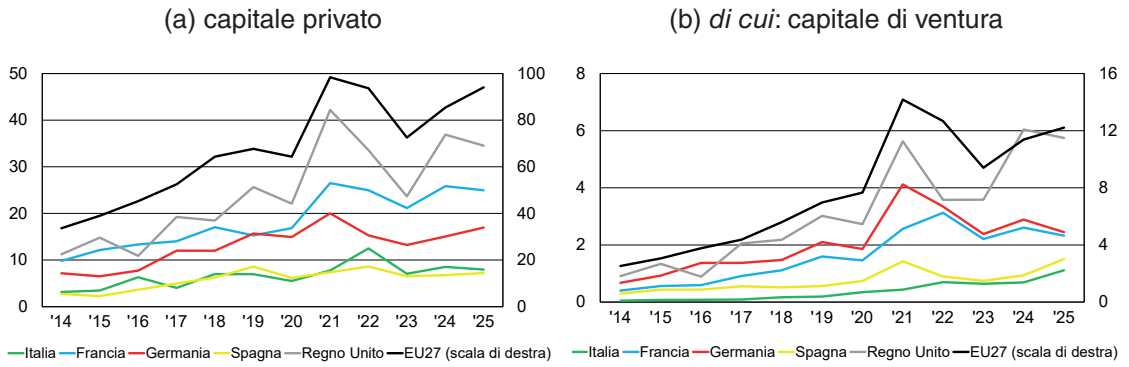
4 M.G. Cassinis, A. Cintolesi, S. Formai, A. Locatelli, F. Manaresi, E. Manzoli, G. Papini, F. Parlapiano, P. Recchia e S. Zuccolalà, *Le imprese innovative: un'analisi delle caratteristiche economiche e finanziarie delle start up in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 967, 2025.

5 D. Arnaudo, V. Cuciniello, G. Gobbi, F. Guerra, F. Labianca, V. Nigro, S. Pinoli, M. Rigon, P. Rossi, F.M. Signoretti e P. Tramontano, *Il capitale per crescere: evoluzione, struttura e ruolo del private equity e del venture capital in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 1061, 2026.

6 R. Gallo, F.M. Signoretti, I. Supino, E. Sette, P. Cantatore e M.L. Fabbri, *Il mercato italiano del venture capital*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 919, 2025; D. Arnaudo et al., *op. cit*.

Figura 2

Investimenti in capitale privato
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe.

Lo sviluppo di questa industria è importante per almeno due ragioni. Innanzitutto, in base a quanto appena detto, essa può dare un contributo importante allo sviluppo dell'economia. Inoltre, offre maggiori opportunità di diversificazione e di redditività per gli investitori. L'esperienza di altri paesi mostra che, a fronte di maggiori rischi (si pensi ai recenti casi di tensione che hanno coinvolto vari operatori statunitensi)[7], di una minore liquidità e di un orizzonte d'investimento di lungo periodo, il capitale privato può offrire rendimenti relativamente vantaggiosi. Quando l'investitore è un fondo pensione, ciò si traduce in pensioni più elevate. La questione rileva alla luce del ridimensionamento che il primo pilastro previdenziale è destinato a subire. I temi al centro dell'attività di AIFI assumono quindi una ampia rilevanza economica e sociale.

In questo intervento descriverò brevemente le cause del ridotto sviluppo del capitale privato e di ventura nel nostro Paese e passerò in rassegna il ruolo della regolamentazione, del fisco, delle politiche pubbliche e dell'industria.

2. Le cause storiche del basso sviluppo

Le ridotte dimensioni dell'industria del capitale privato in Italia sono da anni oggetto di analisi. Tra i fattori – non indipendenti – che possono contribuire a spiegarle figurano la struttura del sistema pensionistico, un'avversione al rischio relativamente elevata e una marcata preferenza per investimenti liquidi.

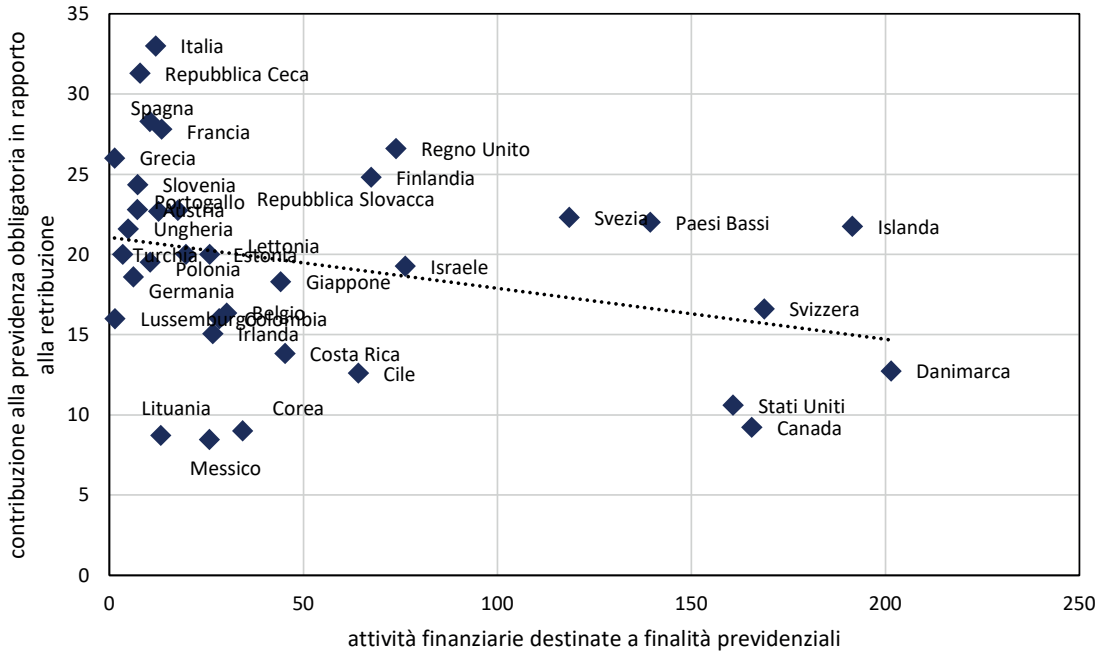
In molti paesi europei il pilastro pensionistico pubblico, in cui le prestazioni correnti vengono finanziate con i contributi obbligatori dei lavoratori e dei datori di lavoro, si affianca a un pilastro complementare, costituito da fondi pensione e altre forme

[7] Il riferimento è alle recenti tensioni nei fondi statunitensi di credito privato. Il tratto che accomuna questi fondi a quelli di capitale privato e di ventura è l'investimento in attività difficili da valutare e illiquide. Queste caratteristiche possono dare adito a valutazioni inaffidabili degli attivi e a crisi di fiducia, specialmente se associate alla possibilità di liquidare agevolmente le quote dei fondi. Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2026.

previdenziali che investono sui mercati finanziari[8]. In Italia il ruolo storicamente dominante del pilastro pubblico e le elevate aliquote contributive hanno limitato le risorse gestite dai fondi pensione che, per la durata tendenzialmente lunga del passivo, rappresentano investitori adatti a esprimere una domanda di strumenti di capitale privato (Figura 3). Inoltre, l'industria dei fondi pensione è frammentata, sia in Europa sia in Italia[9]. Fondi di piccole dimensioni non beneficiano di economie di scala, faticano a diversificare il proprio attivo e a dotarsi degli assetti organizzativi necessari per una adeguata selezione e monitoraggio di investimenti di questo tipo, soprattutto nelle fasi di crescita delle imprese.

Figura 3

Contributi alla previdenza pubblica e attività finanziarie destinate a finalità previdenziali (1)
(quote percentuali; 2025 o ultimi dati disponibili)



Fonte: COVIP, Relazione per l'anno 2025.
Note: (1) asse delle ascisse: attività finanziarie destinate a finalità previdenziali in percentuale del PIL; asse delle ordinate: percentuale di contribuzione alla previdenza pubblica in rapporto alla retribuzione dei lavoratori dipendenti. I dati relativi alle attività dedicate a finalità previdenziali comprendono, laddove disponibili, non solo le attività dei fondi pensione, ma anche le risorse accumulate in altri veicoli pensionistici. Per gli Stati Uniti includono oltre i fondi pensione pubblici e privati (a prestazione o a contribuzione definita), anche gli Individual Retirements Accounts (IRAs) e altre forme contrattuali con finalità previdenziali. In alcuni paesi i contributi pensionistici versati alla pensione pubblica finanziano anche altre prestazioni sociali.

8 In Italia la previdenza complementare, disciplinata organicamente nel 1993, ha oggi attivi pari a circa il 12 per cento del PIL, una quota inferiore a quella che si osserva in media nell'area dell'euro; negli Stati Uniti gli attivi accumulati nei piani pensionistici professionali e personali sono pari a oltre il 150 per cento. Cfr. OCSE, *Pension Markets in Focus 2025*, 2025.

9 Alla fine del 2024 operavano nello Spazio economico europeo soltanto 27 enti pensionistici aziendali o professionali transfrontalieri, con appena lo 0,4 per cento degli attivi complessivi (cfr. *EIOPA Report on Cross-border IORPs 2025*, 2025). In Italia, malgrado il consolidamento in atto, la concentrazione del settore rimane relativamente contenuta: alla fine del 2023 i dieci maggiori enti pensionistici aziendali o professionali detenevano circa il 44 per cento delle attività, contro il 49 per cento in Germania, il 69 nei Paesi Bassi e l'86 in Francia (cfr. *EIOPA IORPs in Focus Report 2024*, 2025).

Un secondo fattore è rappresentato da una propensione al rischio relativamente contenuta degli intermediari e della loro clientela[10], che limita l'appetito per strumenti come quelli del capitale privato, per loro natura opachi, poco liquidi e caratterizzati da valutazioni incerte. In Italia, alla fine del 2025 il 34 per cento degli iscritti ai fondi pensione complementari era collocato in un profilo garantito e quasi la metà aveva un'esposizione azionaria bassa o nulla. Anche tra i nuovi iscritti, generalmente più giovani e più propensi al rischio, il profilo garantito è stato scelto dal 19 per cento[11]. Le compagnie di assicurazione e le forme di previdenza complementare detenevano investimenti in fondi di capitale privato rispettivamente pari allo 0,5 e allo 0,7 per cento dei rispettivi portafogli; l'esposizione al capitale di ventura era trascurabile.

Un terzo fattore, connesso ma distinto dal precedente, è la forte preferenza per investimenti liquidi. Nel mercato assicurativo italiano i riscatti sono più elevati e la durata delle passività è inferiore alla media europea[12]. Anche i fondi pensione consentono riscatti e accessi anticipati alle prestazioni pensionistiche. Ciò non favorisce l'investimento in strumenti di capitale privato.

3. Il ruolo della regolamentazione, del fisco e delle politiche pubbliche

3.1 La regolamentazione

La recente riforma del Testo unico della finanza contiene alcune novità che potrebbero avere ricadute positive per l'industria del capitale privato, sulle quali mi sono soffermato di recente[13]. Rammento qui le due principali.

La prima è l'introduzione della società di partenariato, una nuova categoria di gestore di OICR modellata sulla limited partnership, ampiamente utilizzata all'estero per questo tipo di investimenti. La seconda è l'introduzione di un regime di registrazione per i gestori sotto soglia che avvicina il nostro regime a quello dei principali paesi europei, favorisce l'ingresso di nuovi intermediari e consente a operatori come club deal e family office di operare in un quadro giuridico chiaro.

---

10 Nell'area dell'euro le famiglie detengono in azioni quotate, direttamente o attraverso fondi, il 5 per cento della propria ricchezza lorda, contro il 25 negli Stati Uniti. Il divario nell'esposizione al rischio si riduce se si includono le partecipazioni in imprese non quotate (20 contro 35 per cento), anche in ragione della maggiore diffusione delle imprese a proprietà familiare in Europa cfr. F. Panetta, *Il risparmio nella società che cambia*, Intervento alla 102ª Giornata Mondiale del Risparmio, Roma, 30 ottobre 2026. Sul tema cfr. anche K. Bekhtiar, P. Fessler e P. Lindner, *Risky assets in Europe and the US: risk vulnerability, risk aversion and economic environment*, ECB Working Paper Series, n. 2270, 2019; A. Dumitrescu, Z. Gati, J. Meyer, L. Parisi e A. Spolaore, *Why Europeans save differently — and how to put those savings to work*, The ECB Blog, 15 settembre 2026.

11 Cfr. COVIP, *Relazione annuale 2025*.

12 A fine 2025 il rapporto tra riscatti e premi era pari al 65 per cento nel comparto vita tradizionale e al 71 per cento nel comparto unit linked (contro, rispettivamente, il 27 e il 43 per cento del mercato europeo).

13 P. Angelini, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, Indirizzo di saluto al convegno "La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio", Roma, 30 gennaio 2026.

La normativa secondaria della Banca d'Italia, in fase di emanazione, disciplina i gestori sotto soglia registrati e i casi di superamento delle soglie. Regola inoltre le modalità di accesso alla registrazione o all'autorizzazione nell'ambito del regime transitorio per i gestori già operativi, evitando loro oneri eccessivi. Per i gestori sotto soglia di fondi di capitale di ventura europei (EuVECA), che saranno accessibili anche a investitori non professionali, saranno richiesti presidi intermedi tra quelli applicabili agli altri gestori sotto soglia e quelli dei gestori autorizzati, in sostanziale continuità con le norme vigenti[14].

Il venir meno della vigilanza microprudenziale e di parte dei controlli preventivi sui gestori sotto soglia accresce la responsabilità degli organi aziendali: occorreranno rigore nella gestione dei rischi, presidio dei conflitti di interesse, correttezza e trasparenza nei rapporti con gli investitori.

Passiamo alle assicurazioni. L'entrata in vigore della revisione di Solvency II, all'inizio del 2027, porterà due novità di rilievo per l'industria del capitale privato. In primo luogo, renderà relativamente più attraenti gli investimenti di lungo periodo, inclusi quelli in fondi di capitale privato, riducendo l'assorbimento di capitale di questi strumenti[15]. Determinerà inoltre una liberazione di capitale, che secondo le stime disponibili per il complesso delle compagnie italiane sarebbe pari a circa cinque miliardi di euro. Si crea dunque spazio per nuovi investimenti.

Un secondo tema assicurativo rilevante per l'industria del capitale privato è quello delle polizze unit linked. La normativa europea si fonda sul principio della persona prudente[16], ma consente agli Stati membri di introdurre limiti per gli attivi sottostanti ai prodotti sottoscritti da persone fisiche, se giudicati opportuni per esigenze di tutela del consumatore.

Ne è risultato un quadro non armonizzato. Alcuni paesi, tra cui l'Italia, hanno introdotto dei limiti[17]. Non sono disponibili dati che consentano di misurarne l'impatto con precisione; è ipotizzabile che alcuni di essi possano aver disincentivato investimenti in capitale privato. Ad esempio, l'obbligo di valorizzare le quote con cadenza almeno settimanale può aver spinto le compagnie a privilegiare strumenti quotati. Per contro,

---

14 In particolare questi gestori, pur essendo soggetti a un regime di registrazione, dovranno rispettare requisiti patrimoniali e organizzativi previsti dalla normativa europea e ulteriori presidi stabiliti dal TUF, tra cui quelli relativi alla delega di funzioni e ai requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti qualificati.

15 La revisione di Solvency II amplia le possibilità di classificare capitale privato, incluso quello di ventura, come investimenti azionari di lungo periodo. Questi ultimi beneficiano di un requisito patrimoniale del 22 per cento, contro valori nettamente più elevati per le azioni ordinarie nell'ambito della formula standard (49 per cento se non quotate, 39 se quotate).

16 Questo principio, stabilito dalla direttiva 2009/138/CE del 25 novembre 2009 (art. 132), richiede esclusivamente che l'assicuratore sia dotato di un assetto organizzativo idoneo a identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente i rischi, coerentemente con gli impegni assunti verso la clientela. L'impresa assicurativa è chiamata a valutare la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività dei portafogli di investimento e a stabilire politiche appropriate per la gestione degli attivi particolarmente rischiosi e complessi.

17 La circolare ISVAP n. 474 del 2002 impone ad esempio soglie massime di investimento del 10 per cento del fondo in titoli non quotati, e del 5 per cento in titoli senza rating o con rating inferiore a BB. Richiede anche l'obbligo di valorizzazione della quota con cadenza non superiore ad una settimana.

alla fine del 2025 le esposizioni verso fondi di capitale privato e fondi alternativi erano inferiori all'1 per cento degli attivi delle polizze unit linked emesse dalle compagnie italiane, ben al di sotto del limite del 10 per cento imposto dalla regolamentazione secondaria.

La mancata armonizzazione del quadro regolamentare europeo ha prodotto effetti sul mercato italiano delle polizze unit linked. Circa un quarto delle riserve tecniche delle polizze collocate in Italia fa capo a compagnie estere operanti in libera prestazione di servizi o di stabilimento. A questi prodotti non si applica la normativa nazionale.

L'IVASS ha avviato una riflessione sulla disciplina di questi prodotti. Le principali questioni da affrontare sono quelle che ho appena menzionato: i limiti e i criteri di investimento; l'applicazione delle previsioni regolamentari anche alle imprese UE operanti in Italia[18].

Sulla difficoltà nel definire il nuovo quadro normativo influiscono i mutamenti e l'accresciuta complessità del contesto. Recenti iniziative legislative europee e nazionali in materia di mercato dei capitali richiedono infatti di bilanciare attentamente l'esigenza di proteggere i risparmiatori e quella di aprire a nuove opportunità di investimento. I due interessi non sono necessariamente in contrasto, ma possono esserlo in un contesto di insufficiente educazione finanziaria, previdenziale e assicurativa quale quello italiano[19]. A ciò si aggiungono considerazioni di potenziale disparità di trattamento concorrenziale tra compagnie estere e italiane. L'IVASS sta ancora lavorando su questi temi; renderemo note le nostre conclusioni al più presto.

Vengo ai fondi pensione. La direttiva IORP II (Institution for Occupational Retirement Provision) prevede la regola della persona prudente, con pochi vincoli quantitativi; in analogia alla disciplina delle polizze unit linked, gli Stati membri possono introdurre vincoli di maggiore dettaglio, se giustificati da finalità prudenziali. L'Italia si è avvalsa di questa facoltà, introducendo limiti all'investimento in strumenti non quotati e fondi alternativi. Tuttavia, le esposizioni effettive in questi strumenti sono largamente inferiori a queste soglie[20], il che suggerisce che esse non rappresentano un ostacolo allo sviluppo di questi investimenti.

Nell'ambito della revisione della direttiva IORP II è stato proposto di chiarire che una maggiore esposizione al capitale di rischio può essere compatibile con la regola della persona prudente, purché sia valutata nel contesto del portafoglio complessivo del fondo pensione e accompagnata da adeguate capacità di selezione, diversificazione e gestione dei rischi.

---

18 Vi è anche il tema della garanzia demografica, che non affronto qui.

19 Nelle rilevazioni dell'OCSE l'Italia è ultima tra i paesi europei per grado di alfabetizzazione finanziaria della popolazione adulta, con un punteggio di 53/100 a fronte di una media di 63/100. Cfr. OCSE, *OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy*, 2023.

20 Il D.M. 2 settembre 2014, n. 166 stabilisce che gli investimenti in strumenti non quotati e fondi alternativi non possono superare complessivamente il 30 per cento delle attività; per i soli fondi alternativi, tra cui quelli di capitale privato, il limite è del 20 per cento. L'investimento in fondi alternativi è attualmente il 3,5 per cento, di cui lo 0,7 per cento in capitale privato.

Anche il legislatore italiano si è mosso in questa direzione. La legge di bilancio per il 2026 comprende numerose misure indirizzate ad aumentare la partecipazione alla previdenza complementare e ad ampliarne le opportunità di diversificazione degli investimenti. Cito tra tutte l'introduzione del meccanismo dell'adesione automatica, che stabilisce l'investimento dei relativi versamenti in strumenti di tipo life-cycle[21].

Infine, per quanto riguarda le banche, il quadro prudenziale europeo in vigore dal 2025 ha reso più onerose le esposizioni in strumenti di capitale, con l'obiettivo di correggere un favor per il rischio azionario rispetto a quello creditizio[22]. Tuttavia, gli investimenti effettuati nell'ambito di programmi legislativi che beneficiano di sostegno pubblico e rispettano determinate condizioni possono ricevere un trattamento prudenziale più favorevole, previa autorizzazione dell'autorità di vigilanza. Poiché la revisione di Solvency II ha recepito questa stessa previsione normativa, anche le compagnie di assicurazione potranno tra breve accedere a questo trattamento agevolato. A fine ottobre 2026 in Europa risultano attivi 14 programmi di questo tipo, di cui 5 italiani. Le interlocuzioni avviate negli scorsi mesi tra la Banca d'Italia e l'AIFI hanno consentito di chiarire alcuni aspetti tecnici; è utile proseguire la collaborazione, affinché le opportunità offerte dalla norma siano conosciute e utilizzate correttamente.

Per le banche, la possibilità di contribuire allo sviluppo del capitale privato non si esaurisce nell'investimento diretto. Esse possono promuovere la nascita di fondi, convogliare risorse della clientela verso operatori specializzati e assistere le imprese nell'apertura del capitale e nelle successive fasi di crescita. Competenze, relazioni con il sistema produttivo e capacità di selezione possono renderle un anello importante della filiera del capitale privato.

3.2 Gli incentivi fiscali

Le agevolazioni fiscali previste in Italia per gli investimenti nel capitale privato appaiono nel complesso comparabili a quelle dei principali paesi europei. Sono previste agevolazioni per gli investimenti in imprese innovative e in fondi di capitale di ventura[23]. Inoltre, gli incentivi ai Piani individuali di risparmio (PIR), in particolare ai PIR cd. alternativi introdotti nel 2020, riguardano anche gli investimenti in capitale privato[24]. Lo sviluppo

---

21 La legge ha introdotto nuove opzioni di erogazione della prestazione al momento del pensionamento, che si aggiungono al riscatto del capitale e alla rendita vitalizia. Sono stati inoltre rimossi gli ostacoli alla portabilità del contributo del datore di lavoro nel caso di trasferimento dei risparmi dai fondi negoziali ai fondi aperti e ai Piani individuali pensionistici (PIP).

22 Il CRR3, applicabile dal 1° gennaio 2025, ha eliminato l'approccio basato sui modelli interni per le esposizioni azionarie e ha elevato, nel metodo standardizzato, la ponderazione dal precedente 100 per cento al 250; per gli investimenti azionari speculativi la ponderazione è pari al 400 per cento. Un regime transitorio rinvia la piena applicazione delle nuove ponderazioni al 1° gennaio 2030.

23 Sono previste detrazioni per le persone fisiche e deduzioni per le società che investono in start-up e PMI innovative, con un periodo minimo di detenzione dell'investimento di tre anni; per le sole persone fisiche, l'esenzione dei proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi di capitale di ventura.

24 I PIR sono "contenitori" di investimenti azionari o obbligazionari che beneficiano di agevolazione fiscale se detenuti per almeno cinque anni. Rispetto ai PIR ordinari, i PIR alternativi sono caratterizzati da limiti di investimento più elevati e da una maggiore focalizzazione su PMI e strumenti finanziari non quotati o meno liquidi, quali fondi di capitale e di debito privati.

dei PIR ha registrato fasi alterne. Alla limitata attrattività dello strumento potrebbero aver contribuito, oltre alla discontinuità normativa e al periodo minimo di detenzione, vincoli che limitano le possibilità di investimento al di fuori del territorio nazionale[25]. Questi vincoli hanno indotto la Commissione europea ad avviare una procedura di infrazione sui PIR per violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali. Per affrontare queste criticità e dare seguito all'impulso dato dalla Commissione con la recente proposta sui Conti di risparmio e investimento, il MEF sta valutando una revisione dei PIR con il contributo dell'industria italiana[26].

Il legislatore italiano ha inoltre introdotto di recente un requisito minimo di investimento in fondi di capitale di ventura, che i fondi pensione e le casse previdenziali devono rispettare per ottenere l'agevolazione fiscale relativa agli investimenti qualificati. La misura può contribuire ad accrescere le risorse destinate al settore; le ambiguità interpretative e le difficoltà applicative inizialmente segnalate dagli operatori sono state in larga parte chiarite.

Un impulso agli investimenti in capitale privato potrebbe infine venire dalla razionalizzazione e dalla semplificazione del quadro normativo, stratificatosi nel tempo. Oggi il trattamento fiscale dell'investimento in capitale di ventura varia a seconda della natura dell'investitore, dello strumento utilizzato o delle società beneficiarie, con esiti che non sempre sembrano rispondere a logiche coerenti.

3.3 Il ruolo delle politiche pubbliche

Il settore pubblico ha avuto un ruolo storicamente importante nelle fasi di avvio dell'industria del capitale privato. Negli Stati Uniti il capitale pubblico ha accompagnato la nascita del settore negli anni Sessanta del Novecento. In Francia e Germania questo mercato si è rafforzato nei primi anni del decennio scorso grazie all'azione delle banche pubbliche di sviluppo. In Italia, hanno avuto un ruolo analogo il Fondo Italiano d'Investimento, dal 2010, e CDP Venture Capital, dal 2019.

Lo Stato può svolgere un ruolo di investitore di riferimento utile a mobilitare capitali privati. I risultati non sono tuttavia automatici. Incentivi non allineati, interferenze nelle scelte, vincoli eccessivi o una selezione poco rigorosa degli investimenti possono ridurne la qualità e spiazzare le risorse private. L'intervento deve quindi essere addizionale, orientato al mercato e sottoposto ad attenta valutazione.

La Francia ha fornito un esempio del possibile ruolo dell'operatore pubblico per uscire dall'equilibrio di basso sviluppo dei mercati del capitale privato. Sulla base

---

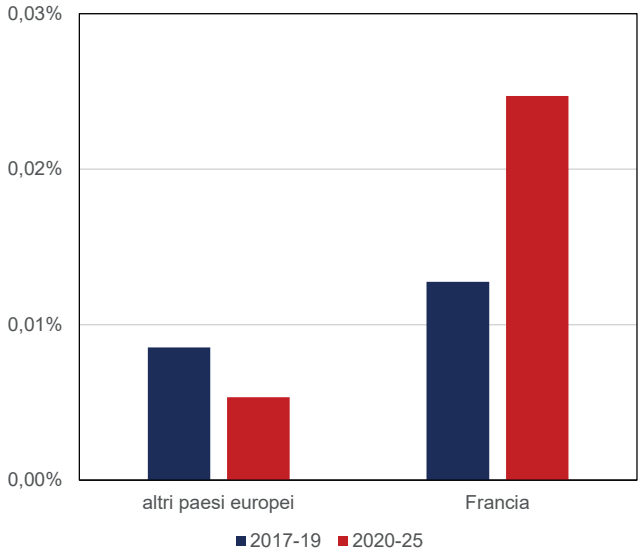
25 La legge prevede che gli investimenti dei PIR debbano essere titoli emessi, per almeno il 70 per cento, da imprese residenti in Italia, o nella UE o nello spazio economico europeo ma con una stabile organizzazione in Italia.

26 Cfr. Commissione europea, *Raccomandazione sull'aumento della disponibilità di conti di risparmio e investimento con trattamento fiscale semplificato e vantaggioso*, 30 settembre 2025; ABI, ANIA, Assogestioni, Assoreti, AIPB, *Proposta per un framework italiano dei conti di risparmio e di investimento (SIA)*, 30 settembre 2026.

delle proposte contenute nel rapporto del Prof. Philippe Tibi, il Tesoro ha avviato nel 2019 un'iniziativa con lo scopo di facilitare l'incontro tra la domanda di capitale dei fondi privati e l'offerta da parte degli investitori istituzionali[27], che ha riscosso l'interesse degli investitori istituzionali francesi (Figura 4). Le operazioni alle quali hanno partecipato i "fondi Tibi" sono mediamente più grandi delle altre; prime evidenze elaborate dalla Banca d'Italia mostrano inoltre che le imprese interessate registrano valutazioni più elevate nelle fasi successive di sviluppo[28]. Nel 2024 la Germania ha avviato una iniziativa analoga, la WIN-Initiative, coordinata dalla banca pubblica di sviluppo KfW.

Figura 4

Raccolta dei fondi di VC da investitori istituzionali (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: Elaborazioni su dati Invest Europe.
Note: (1) Ammontare medio della raccolta dei fondi di VC da assicurazioni e fondi pensione nei periodi considerati.

Di recente il Governatore della Banca d'Italia si è espresso a favore di una iniziativa di questo tipo. Il Ministro dell'Economia ha annunciato l'avvio di un tavolo di lavoro con fondi pensione, casse di previdenza, assicurazioni, Fondazioni, Banca d'Italia e altre autorità, con l'obiettivo di definire una specifica proposta[29].

L'operatore pubblico ha un ruolo importante anche nel processo che partendo dai risultati della ricerca accademica dà origine a nuove imprese. In Italia questo passaggio risente

27 P. Tibi, *Financing the Fourth Industrial Revolution*, Report submitted to the French Minister for the Economy and Finance, luglio 2019.

28 Cfr. R. Gallo e I. Supino, *The supply of institutional investors' capital and the development of the VC ecosystem*, di prossima pubblicazione.

29 F. Panetta, *Il sistema economico e finanziario tra incertezza e innovazione*, Intervento all'Assemblea annuale dell'Associazione Bancaria Italiana (ABI), Roma, 15 luglio 2026. G. Giorgetti, *Intervento del ministro alla 102ª Giornata Mondiale del Risparmio*, Roma, 30 ottobre 2026.

della debolezza degli uffici di trasferimento tecnologico degli atenei, che dispongono di risorse inferiori alla media europea. Rafforzare i poli maggiori e razionalizzare le misure può aumentare il flusso di nuove imprese innovative[30].

L'efficacia dell'intervento pubblico dipende anche dal coordinamento tra i livelli di governo. Il sostegno all'innovazione è distribuito tra Unione europea, Stato e Regioni, con possibili sovrapposizioni e incoerenze. In Italia, solo 9 Regioni dichiarano di concordare con il Governo gli ambiti e le modalità di selezione degli interventi per la ricerca e l'innovazione[31]. Una recente ricognizione della Banca d'Italia ha censito oltre 200 organismi di supporto all'innovazione e oltre 40 enti regionali incaricati di gestire le misure pubbliche, tra cui 18 società finanziarie regionali[32]. Per queste ultime, una scala operativa adeguata consentirebbe di diversificare i rischi e sviluppare competenze nella selezione e nel monitoraggio dei progetti. Contano anche la qualità del governo societario, la chiarezza dei rapporti tra azionista pubblico e gestione aziendale e l'esperienza finanziaria dei responsabili. Le iniziative di collaborazione tra finanziarie regionali e operatori pubblici di dimensione nazionale possono costituire un primo passo verso maggiori economie di scala[33].

4. Il ruolo dell'industria del capitale privato

Seguendo l'esperienza francese, i gestori possono sviluppare un dialogo con gli investitori istituzionali per progettare prodotti più coerenti con le esigenze di questi ultimi quanto a scala, diversificazione, fase di investimento e area geografica, caratterizzati da costi trasparenti e competitivi, chiara rappresentazione dei rischi, possibilità di monitoraggio.

Per favorire lo sviluppo degli operatori sotto soglia, l'industria potrebbe promuovere codici di condotta e linee guida per questi intermediari in materia di governo, controlli, conflitti di interesse e rapporti con gli investitori. Prassi condivise e standard operativi elevati faciliterebbero la selezione dei nuovi gestori e la costruzione della loro reputazione.

Infine, l'industria potrebbe considerare iniziative miranti ad accrescere la scala dei finanziamenti. Fondi di fondi, mandati multi-gestore, piattaforme comuni e veicoli di coinvestimento, anche con gestori di altri paesi, possono offrire esposizioni più diversificate e ridurre il rischio di concentrazione per gli investitori istituzionali.

---

30 M. Andini et al., *op. cit*.

31 Banca d'Italia, *Rapporto sullo stato di digitalizzazione dei comuni italiani*, 2026.

32 M. Andini, A. Bardozzetti, O. Clemente, G. Dardano, F. David, A. Maggi, M. Mancinelli, A.L. Mancini, M. Mariani, G. Mattei, D. Mele, D. Mele, S. Nesi, A. Petrella, E. Russo, L. Sigalotti, A. Sparacino e G. Ziglio (2026), *Le politiche nazionali e regionali per il sostegno alla ricerca, allo sviluppo tecnologico e all'innovazione*, Banca d'Italia, in corso di pubblicazione.

33 Cfr. ANFIR, *Stati Generali ANFIR 2026: firmato il protocollo con CDP, SIMEST e SACE*, 9 luglio 2026.

5. Conclusioni

Lo sviluppo del capitale privato presenta rischi che devono essere attentamente gestiti, ma può contribuire a superare alcune debolezze strutturali dell'economia italiana: favorire la nascita di imprese innovative, accompagnare la crescita di quelle esistenti e sostenere gli investimenti necessari ad accrescere la produttività. Può inoltre fornire opportunità di investimento per gli investitori istituzionali e contribuire a migliorare le pensioni dei lavoratori.

Il mercato italiano è cresciuto, ma resta poco sviluppato. Le cause sono molteplici e si rafforzano a vicenda: la dimensione contenuta degli operatori, il limitato interesse degli investitori istituzionali, l'insufficiente disponibilità di progetti innovativi, la bassa propensione al rischio degli intermediari e dei loro clienti, un sistema di supporto pubblico all'innovazione frammentato e talvolta inefficiente. Le condizioni regolamentari e fiscali sono importanti, ma non sembrano costituire il principale ostacolo. Per superare questo equilibrio di insufficiente sviluppo occorre un impegno congiunto del settore pubblico e degli operatori privati.

Nel complesso vi sono motivi di cauto ottimismo: questa industria ha mostrato negli ultimi anni significative capacità di crescita; le recenti riforme regolamentari e previdenziali che ho passato in rassegna dovrebbero nel complesso agevolarne lo sviluppo; sotto il coordinamento del MEF è stata avviata una iniziativa per promuovere la crescita del capitale di ventura che coinvolgerà operatori del settore, investitori istituzionali, la Banca d'Italia, altre autorità.

La dimensione europea resta essenziale. In Italia, come nel resto d'Europa, il problema non è la scarsità del risparmio, ma la capacità di aumentarne la quota destinata al finanziamento dell'innovazione. Una maggiore integrazione dei mercati europei dei capitali, insieme alle iniziative nazionali, può contribuire a superare questi limiti. Auspico che l'industria italiana sappia cogliere queste opportunità, tenendo al tempo stesso ben presente l'esigenza di assicurare l'attenta selezione degli investimenti, la trasparenza e la corretta gestione dei rischi.

Grafica a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia