



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Il capitale per crescere: evoluzione, struttura e ruolo del private equity e del venture capital in Italia

di Davide Arnaudo, Vincenzo Cuciniello, Giorgio Gobbi, Federico Guerra, Federico Labianca, Valentina Nigro, Sara Pinoli, Massimiliano Rigon, Paola Rossi, Federico Maria Signoretti e Pietro Tramontano

Ottobre 2026

Numero

1061



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Il capitale per crescere: evoluzione, struttura e ruolo del
private equity e del venture capital in Italia

di Davide Arnaudo, Vincenzo Cuciniello, Giorgio Gobbi, Federico Guerra,
Federico Labianca, Valentina Nigro, Sara Pinoli, Massimiliano Rigon,
Paola Rossi, Federico Maria Signoretti e Pietro Tramontano

Numero 1061 – Ottobre 2026

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

IL CAPITALE PER CRESCERE: EVOLUZIONE, STRUTTURA E RUOLO DEL PRIVATE EQUITY E DEL VENTURE CAPITAL IN ITALIA

di Davide Arnaudo*, Vincenzo Cuciniello**, Giorgio Gobbi*, Federico Guerra**,
Federico Labianca*, Valentina Nigro**, Sara Pinoli*, Massimiliano Rigon*, Paola Rossi*,
Federico Maria Signoretti** e Pietro Tramontano***

Sommario

Questo lavoro analizza il mercato italiano del private equity e del venture capital. Tra il 2015 e il 2025 gli investimenti complessivi sono più che raddoppiati; il mercato rimane tuttavia meno sviluppato rispetto a quelli delle principali economie europee. Gli investimenti di private equity sono fortemente orientati verso i settori ad alta intensità tecnologica o di conoscenza e vedono un'ampia partecipazione di fondi esteri. Nella raccolta degli operatori italiani assume particolare rilievo il settore pubblico, mentre il contributo degli investitori istituzionali privati è relativamente contenuto. Rispetto ad altre aziende comparabili per settore di attività, classe dimensionale e localizzazione, le imprese target del private equity sono più grandi, redditizie e patrimonializzate; negli anni successivi all'operazione crescono di più in termini di attivo, occupazione e investimenti, soprattutto immateriali. Il consolidamento dei mercati privati dei capitali in Italia può essere favorito da un maggiore coinvolgimento degli investitori privati e da una più ampia disponibilità di capitale paziente, a sostegno della crescita e dell'innovazione delle imprese.

Classificazione JEL: G23, G24, L25.

Parole chiave: private equity, venture capital, crescita delle imprese.

DOI: 10.32057/0.QEF.2026.1061IT

* Banca d'Italia, Sede di Milano.

** Banca d'Italia, Servizio Stabilità finanziaria.

*** In tirocinio presso Banca d'Italia, Sede di Milano.

1 Introduzione e principali risultati

Dopo la crisi finanziaria globale, nelle economie avanzate si è osservato un progressivo riequilibrio delle modalità di finanziamento delle imprese a favore dei mezzi propri. Le ragioni di questo cambiamento sono molteplici. Le riforme regolamentari introdotte dopo la crisi hanno reso più selettiva l'offerta di credito; al tempo stesso, è aumentato il peso del settore dei servizi, che tende a fare minore ricorso al finanziamento bancario. Un fattore particolarmente rilevante è stato il rapido processo di digitalizzazione, che ha modificato la natura del capitale produttivo delle imprese e, di conseguenza, le loro modalità di finanziamento. L'elevato grado di incertezza che caratterizza gli investimenti connessi con l'innovazione rafforza il peso del capitale di rischio, che consente di assorbire le perdite, permette di gestire la maggiore incertezza e assicura agli investitori di partecipare appieno al successo delle iniziative. Gli investimenti innovativi sono, inoltre, in larga parte immateriali (brevetti, software, licenze, algoritmi): il loro valore è difficile da valutare e da utilizzare come garanzia a fronte di prestiti.

Questa evoluzione ha accresciuto il ruolo degli intermediari specializzati nell'apporto di capitale di rischio, come i fondi di private equity (PE) e di venture capital (VC). Il loro legame con il progresso tecnologico e con gli investimenti immateriali rende lo sviluppo di questi mercati una questione centrale per le politiche di sostegno all'innovazione. Il contributo alla crescita delle imprese degli intermediari che offrono capitale di rischio non deriva soltanto dalle risorse finanziarie che essi mettono a disposizione su orizzonti di medio e lungo termine, ma anche dal loro coinvolgimento nella gestione aziendale, che può apportare competenze tecniche e favorire l'accesso a reti commerciali e finanziarie più ampie.

Il presente lavoro analizza il mercato italiano dei fondi di capitale di rischio in termini di dimensioni, destinazione degli investimenti, struttura dell'industria, composizione degli investitori e relazione con la crescita delle imprese beneficiarie. Il lavoro si compone di due parti principali. La prima – basata su dati aggregati di fonte Invest Europe, Banca centrale europea (BCE) e Banca d'Italia – documenta l'evoluzione dei mercati del PE e del VC in Italia nel confronto internazionale, in termini di investimenti, disinvestimenti e raccolta. La seconda parte – basata su dati a livello di singola transazione¹ – studia la composizione degli investimenti di PE in Italia e le caratteristiche delle imprese beneficiarie, fornendo anche un confronto fra tali aziende e un gruppo di imprese comparabili che non hanno ricevuto fondi di PE.

I principali risultati possono essere sintetizzati come segue.

Dimensione del mercato e investimenti. – In Italia i mercati del PE e del VC si sono rapidamente sviluppati negli anni recenti. Secondo i dati di Invest Europe, tra il 2015 e il 2025 gli investimenti complessivi sono più che raddoppiati, raggiungendo gli 8 miliardi di euro (0,4 per cento del PIL); considerando il solo segmento del VC la crescita degli investimenti è stata ancora più forte (da meno di 100 milioni nel 2015 a oltre 1 miliardo nel 2025)².

Entrambi i comparti restano tuttavia meno sviluppati rispetto a quelli delle principali economie europee. Nel 2025, il rapporto tra investimenti e PIL era inferiore di 0,4 punti percentuali a quello francese e di 0,6 punti a quello britannico; in valore assoluto, gli importi italiani erano circa un terzo di quelli francesi e un quarto di quelli del Regno Unito.

La crescita degli investimenti si è accompagnata a un ampliamento della platea di imprese beneficiarie. Per il PE, nel periodo 2021-25 il numero medio annuo sia delle operazioni sia delle

¹ I dati delle operazioni sono basati sulle informazioni della piattaforma PitchBook; quelli sulle caratteristiche aziendali sono di fonte Cerved e INPS.

² La forte crescita del segmento è confermata anche se si considerano gli investimenti riportati da altre fonti – PitchBook, AIFI, Private Equity Monitor (PEM) e Venture Capital Monitor (VeM) – che differiscono da Invest Europe per criteri metodologici e di classificazione; cfr. Appendice A.

imprese target è triplicato rispetto alla prima metà dello scorso decennio. La selezione delle imprese è fortemente orientata verso settori ad alta intensità tecnologica o di conoscenza: tali comparti hanno assorbito il 40 per cento degli investimenti tra il 2023 e il 2025, pur rappresentando meno del 10 per cento del valore aggiunto. È aumentata, sebbene rimanga contenuta, anche l'incidenza delle operazioni a favore di imprese attive negli ambiti tematici dell'intelligenza artificiale e della difesa.

Una quota rilevante degli importi investiti si concentra in interventi di riorganizzazione aziendale e, per il VC, nel supporto a start-up nelle fasi iniziali di attività; restano invece limitate le risorse destinate ad accompagnare la crescita dimensionale delle imprese e a rafforzarne la capacità di competere sui mercati internazionali. Le operazioni di disinvestimento (*exit*) si realizzano prevalentemente attraverso vendite ad altri fondi (circa la metà del totale) o attraverso la vendita a imprese non finanziarie (circa un terzo). Le uscite tramite quotazione sui mercati azionari (IPO) sono invece rare e in forte diminuzione negli anni più recenti; il ruolo limitato delle *exit* per mezzo di IPO è comune a tutti i paesi europei considerati.

Le imprese target del PE mostrano caratteristiche peculiari già prima dell'investimento: presentano, in media, valori più elevati di attivo, occupazione, redditività e patrimonializzazione rispetto a un gruppo di confronto costruito per territorio, classe dimensionale e settore. Nella media del triennio tra l'anno dell'operazione e i due anni successivi esse crescono più delle imprese di confronto in termini di dimensione, investimenti (soprattutto immateriali) e occupazione.

Raccolta dei fondi e struttura del mercato. – La raccolta lorda degli operatori di PE e di VC italiani è quasi raddoppiata nell'ultimo decennio, ma rappresenta solo il 5 per cento di quella dell'Unione europea. Tra il 2021 e il 2025 il settore pubblico è stato il principale investitore nei fondi di PE e VC italiani, contribuendo al 22 per cento della raccolta; i fondi pensione e le assicurazioni hanno rappresentato il 17 per cento, a fronte del 20 per cento nell'Unione europea e del 33 per cento nel Regno Unito.

Nel mercato italiano è rilevante la presenza di investitori esteri. Nel periodo 2021-25 il 55 per cento delle operazioni di PE, pari a circa tre quarti dei volumi, ha visto la partecipazione esclusiva di fondi esteri, prevalentemente di altri paesi europei.

Alla fine del 2025 erano attivi 398 fondi mobiliari chiusi di diritto italiano con investimento prevalente in PE, VC o infrastrutture, riconducibili a 119 società di gestione italiane ed estere, un numero più che doppio rispetto a dieci anni prima. Il valore netto delle attività (*net asset value*, NAV) di questi fondi era pari a 32 miliardi di euro: la dimensione media dei fondi era di 80 milioni. Il mercato si caratterizza per una forte concentrazione: alla fine del 2025 ai tre gestori più grandi faceva capo il 31 per cento del NAV complessivo dei fondi di diritto italiano specializzati (oltre la metà considerando i primi dieci). Il comparto risulta anche fortemente concentrato sul piano territoriale: due terzi dei gestori hanno sede in Lombardia.

Sono in corso diverse iniziative, in Italia e in Europa, volte a rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali nel finanziamento delle imprese innovative. Le riforme regolamentari si affiancano a strumenti pubblico-privati diretti a mobilitare il risparmio e i capitali istituzionali verso imprese in crescita. L'obiettivo comune è costruire un ecosistema finanziario più stabile, capace di sostenere in Europa lo sviluppo delle imprese più promettenti.

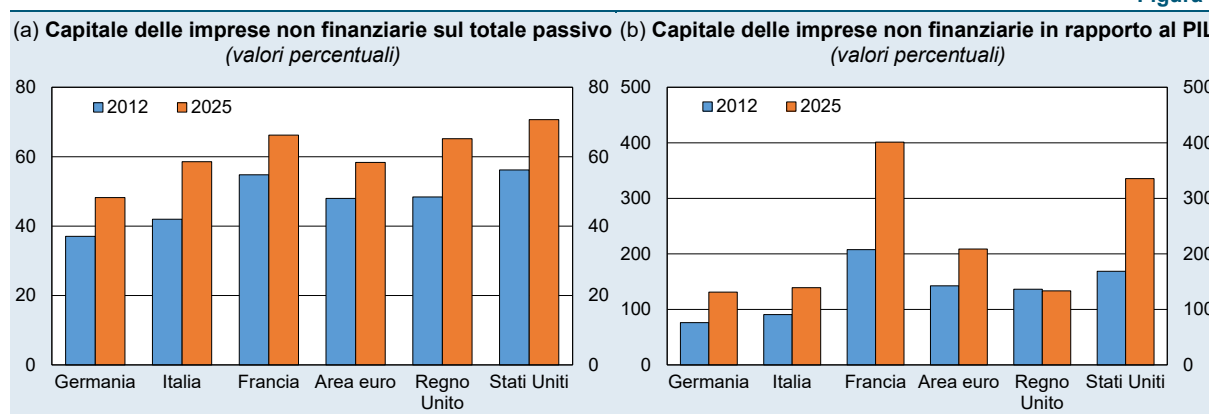
Il lavoro è organizzato come segue. La sezione 2 presenta i principali cambiamenti intervenuti nella finanza d'impresa nelle economie avanzate dopo la crisi finanziaria globale. La sezione 3 analizza l'evoluzione degli investimenti di PE e VC in Italia nel confronto internazionale e le caratteristiche dell'industria dei fondi chiusi italiani. La sezione 4 esamina, sulla base di dati granulari relativi alle singole operazioni e ai bilanci delle aziende target, le caratteristiche del mercato italiano del PE e delle imprese beneficiarie, confrontando le dinamiche di queste ultime, prima e dopo l'investimento, con quelle di un gruppo di imprese comparabili.

2 I cambiamenti nella finanza d'impresa nel XXI secolo³

Nelle economie avanzate, dopo la crisi finanziaria globale, le imprese non finanziarie hanno ridotto notevolmente il grado di indebitamento, in particolare il ricorso al debito intermediato. Parallelamente, è aumentato l'apporto di mezzi propri. L'incremento ha interessato tutti i principali paesi, indipendentemente dalle caratteristiche strutturali dei loro sistemi finanziari. Tra il 2012 e il 2025, la quota degli strumenti patrimoniali sul totale delle passività finanziarie delle imprese è aumentata di circa 15 punti percentuali in Italia, Regno Unito e Stati Uniti, e di circa 10 punti in Francia, Germania e nell'area dell'euro nel suo complesso (fig. 1.a). In rapporto al prodotto, il valore del capitale delle imprese è cresciuto di quasi 50 punti percentuali in Italia, un incremento più contenuto della media dell'area dell'euro (oltre 60 punti percentuali), mentre negli Stati Uniti è salito di 160 punti e nel Regno Unito è rimasto sostanzialmente stabile (fig. 1.b).

Le ragioni dell'aumento della quota del patrimonio nel passivo delle imprese sono molteplici. Le riforme regolamentari successive alla crisi finanziaria globale hanno favorito la riduzione dei rischi e della leva finanziaria, innalzando i requisiti patrimoniali delle banche. L'aumento del peso del settore dei servizi privati, generalmente a minore intensità di credito, ha favorito una ricomposizione del passivo delle imprese a favore del patrimonio. Un fattore molto rilevante è il cambiamento tecnologico legato alla rivoluzione digitale. Il cambiamento nella finanza d'impresa tende a riflettere quello nelle tecnologie e nel capitale produttivo. Nello stato patrimoniale, la composizione del passivo si modifica in funzione di quella dell'attivo.

Figura 1



Fonte: Conti finanziari, BCE, Bank of England e Conti finanziari US.

I processi di innovazione sono generalmente finanziati attraverso risorse generate internamente all'impresa o riserve patrimoniali accumulate in passato (Hall e Lerner, 2010; Kerr e Nanda, 2015). La ragione è l'elevato grado di rischio che comportano, per cui gli investitori devono poter partecipare agli utili in caso di successo e non essere esposti solo alle perdite in caso di insuccesso. Per attività innovative i cui risultati richiedono lunghi periodi di tempo, sono necessari non solo strumenti di capitale, ma capitale paziente, ossia con un orizzonte temporale molto esteso (Ivashina e Lerner, 2019).

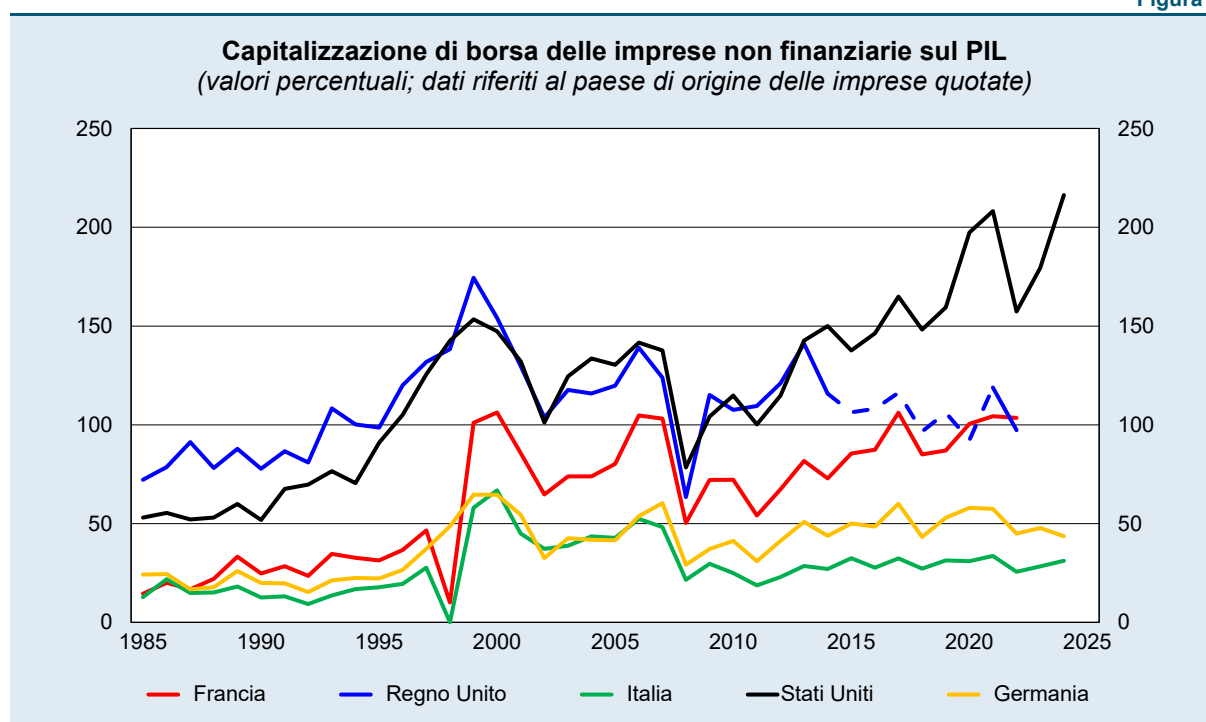
Una caratteristica distintiva delle trasformazioni tecnologiche indotte dalla digitalizzazione è il mutamento nella struttura del capitale produttivo. Una quota crescente degli investimenti, soprattutto quelli delle imprese innovative, riguarda attività immateriali (*intangibles*) quali brevetti, marchi, software, licenze, avviamento e costi di ricerca e sviluppo capitalizzati (Haskel e Westlake, 2018; Corrado et al., 2022; Crouzet et al., 2022). Le attività immateriali si caratterizzano per l'incertezza del loro valore, dovuta non solo al rischio dei progetti per i quali sono utilizzate, ma

³ A cura di Giorgio Gobbi.

anche all'asimmetria informativa tra imprenditore e finanziatore, più elevata rispetto ad altri investimenti, e all'assenza di mercati secondari per la loro specificità rispetto alla tecnologia e all'organizzazione dell'impresa. Il finanziamento degli investimenti immateriali con risorse esterne all'azienda, in particolare tramite debito intermediato, risulta quindi particolarmente difficile (Demmou e Franco, 2021). È stato documentato come quasi la metà del calo di lungo periodo della quota del credito alle imprese nel portafoglio delle banche negli Stati Uniti sia ascrivibile alla crescita degli investimenti in attività immateriali (Dell'Ariccia et al., 2021).

Il cambiamento tecnologico è uno dei fattori alla base del ruolo limitato che i mercati di borsa hanno avuto nel determinare il grado di patrimonializzazione. Valutata in rapporto al PIL, la capitalizzazione delle aziende quotate è aumentata in modo rilevante negli Stati Uniti e in Francia (fig. 2), mentre è cresciuta molto meno nelle altre economie avanzate. Negli Stati Uniti la capitalizzazione ha riguardato prevalentemente le grandi imprese tecnologiche, ma la loro quotazione è avvenuta alla fine di un processo di crescita sostenuto da altre fonti patrimoniali.

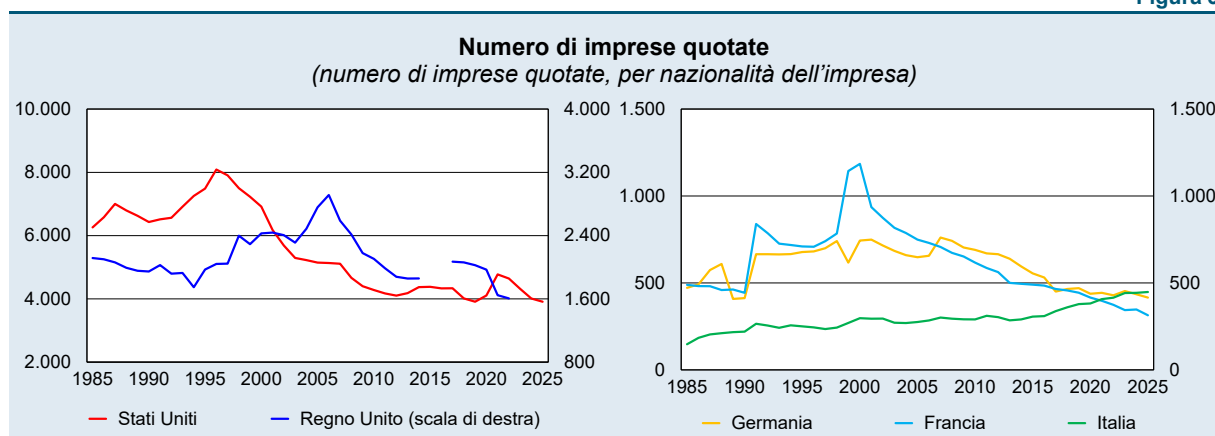
Figura 2



Fonte: World Bank, Euronext e CEIC Data. Per il Regno Unito, per alcuni anni (linea tratteggiata) sono stati utilizzati i dati di fonte CEIC.

Nelle principali economie avanzate, con la sola eccezione dell'Italia, il numero di imprese quotate è diminuito in misura rilevante: negli Stati Uniti dalla seconda metà degli anni Novanta, nei paesi europei e nel Regno Unito a partire dagli anni Duemila (fig. 3). Il calo ha interessato in particolare misura le imprese di dimensioni minori.

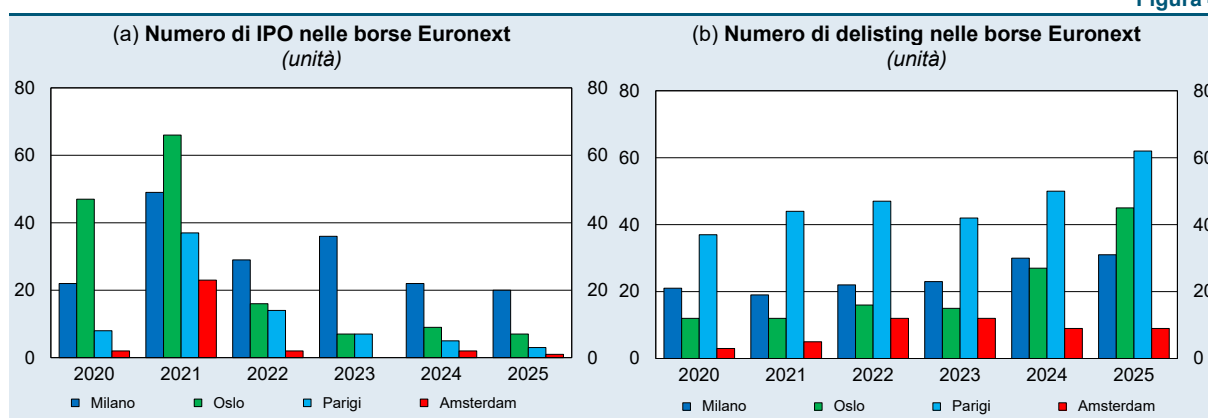
Figura 3



Fonte: World Bank.

Nei mercati dei paesi europei considerati è diminuito il numero di nuove quotazioni ed è aumentato quello delle cancellazioni dai listini (fig. 4). Nella Borsa Italiana l'aumento delle aziende quotate si è concentrato nel segmento Euronext Growth Milan dedicato alle piccole e medie imprese, mentre nel mercato regolamentato Euronext Milan il numero di aziende è sceso a 199 alla fine del 2025 (da 277 nel 2010). Il mercato azionario italiano presenta un'elevata concentrazione e livelli di liquidità differenziati: le prime dieci società su Euronext Milan rappresentano il 55 per cento della capitalizzazione totale (37 per cento nel 2015); il valore delle azioni scambiate nell'anno sulla capitalizzazione (*turnover ratio*) è stato l'88 per cento sul mercato principale e solo il 22 per cento sull'Euronext Growth Milan (Consob, 2026).

Figura 4



Fonte: Euronext.

La crescita del livello di patrimonializzazione delle imprese è stata alimentata in misura significativa dall'apporto di risorse generate internamente. Il saldo finanziario delle imprese, da strutturalmente negativo, è diventato strutturalmente positivo dagli anni Novanta negli Stati Uniti e negli ultimi quindici anni nell'area dell'euro. Un contributo molto rilevante è stato fornito dallo sviluppo di intermediari specializzati nell'offerta di capitali di rischio, nell'ambito della crescita dei cosiddetti mercati alternativi. Questi intermediari operano attraverso la costituzione di fondi di investimento chiusi, le cui quote sono generalmente acquistate da investitori istituzionali e da imprese non finanziarie.

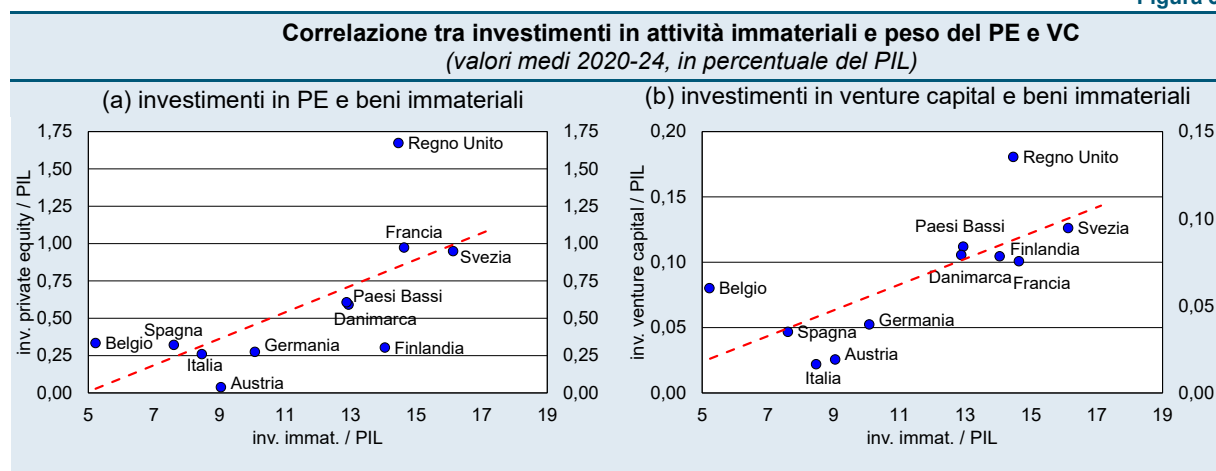
Il mercato dell'intermediazione del capitale ha iniziato a svilupparsi negli Stati Uniti negli anni Novanta (Mauboussin e Callahan, 2020) e si è progressivamente esteso in Asia e in Europa (Aramonte e Avalos, 2021). Alle categorie originarie dei fondi di VC, destinati a finanziare le

iniziative imprenditoriali nella loro fase di avvio, e di PE, destinati alle imprese mature, se ne sono progressivamente affiancate altre, come quelle dei fondi specializzati in infrastrutture e in imprese del settore delle costruzioni. Tra il 2014 e il 2025 il patrimonio gestito da questi operatori a livello globale è più che triplicato, raggiungendo i 10.000 miliardi di dollari.

Le ragioni che hanno favorito questa rapida espansione sono molteplici: la ricerca di assetti di governance più orientati all'efficienza rispetto a quelli delle imprese quotate; i costi della regolamentazione; il lungo periodo di bassi tassi di interesse, che ha incentivato i grandi investitori istituzionali a ricercare rendimenti più elevati in attività scarsamente liquide (Ivashina, 2021, 2025; Block et al., 2024). L'innovazione tecnologica digitale e la crescente importanza delle attività immateriali rispetto al capitale materiale sono verosimilmente tra i fattori che hanno reso possibile la crescita e la globalizzazione del VC e del PE (Leamon e Lerner, 2023; Lerner e Nanda, 2020). In Europa, esiste una correlazione positiva tra incidenza degli investimenti in attività immateriali e dimensione dei mercati del VC e del PE tra i diversi paesi (Gobbi, 2024; fig. 5).

La stretta relazione tra investimenti in attività immateriali, innovazione tecnologica e crescita della produttività (Carpinelli et al., 2026; Gal et al., 2026) rende lo sviluppo dei mercati del VC e del PE una questione centrale non solo per l'architettura del sistema finanziario, ma anche per le politiche di incentivazione alla crescita economica.

Figura 5



Fonte: OCSE per il PIL; EUKLEMS & INTANProd per gli investimenti immateriali; Invest Europe per gli investimenti di private equity e venture capital.

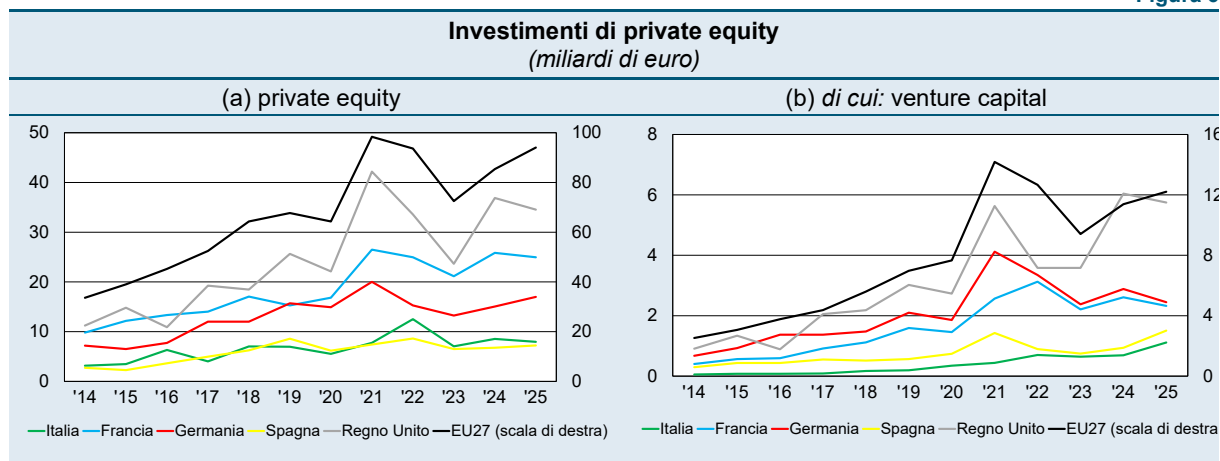
3 Il PE e il VC in Italia e nel confronto internazionale⁴

3.1 Gli investimenti di PE e VC

Secondo i dati di Invest Europe, nel 2025 gli operatori di PE italiani ed esteri hanno investito circa 8 miliardi di euro in oltre 400 imprese italiane. Dieci anni prima gli investimenti ammontavano a poco più di 3 miliardi e interessavano 273 imprese (fig. 6.a e 7.a). I volumi d'investimento risultano sostanzialmente allineati a quelli della Spagna (7,2 miliardi), ma significativamente più bassi di quelli rivolti alle imprese francesi (25 miliardi) e tedesche (17 miliardi). In rapporto al PIL, l'incidenza è pari allo 0,4 per cento in Italia, una quota analoga a quella di Germania e Spagna, ma inferiore a quella registrata in Francia (0,8 per cento) e nel Regno Unito (1 per cento).

⁴ A cura di Giorgio Gobbi, Federico Labianca, Sara Pinoli, Massimiliano Rigon e Paola Rossi.

Figura 6

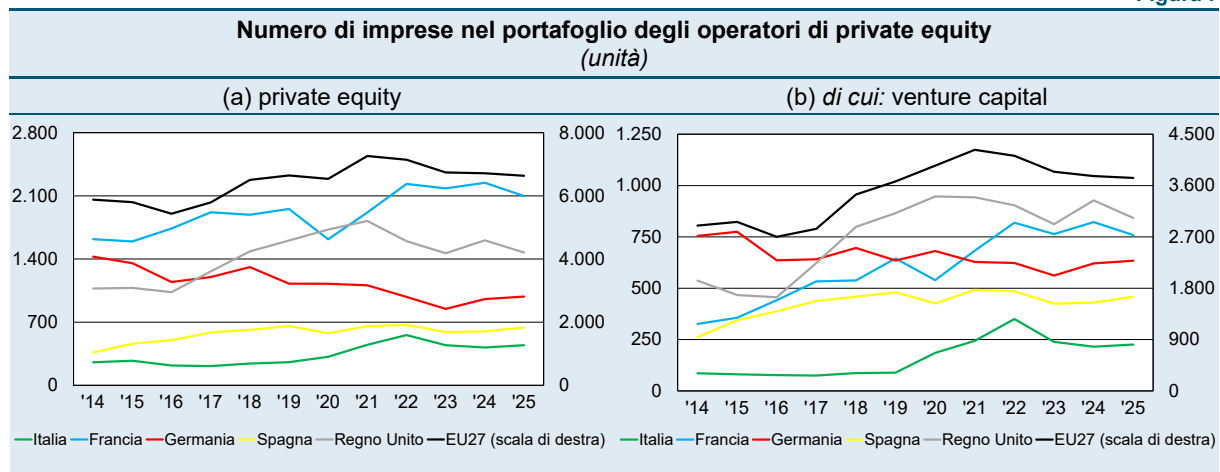


Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe.

Nonostante la dimensione del mercato sia minore, l'investimento medio per operazione è relativamente elevato in Italia. Nel 2025 è risultato intorno a 18 milioni di euro (19 milioni nella media del quinquennio 2021-25), un valore superiore agli altri maggiori paesi europei e non lontano da quello registrato nel Regno Unito (21 milioni nella media 2021-25).

Una quota degli investimenti di PE è destinata alle imprese nelle fasi iniziali del ciclo di vita, attraverso operazioni di venture capital (VC). In Italia tali investimenti hanno rappresentato il 14 per cento delle risorse complessivamente investite dagli operatori di PE nel 2025, dal 2 per cento del 2015. La crescita del comparto del VC ha accomunato tutti i principali paesi considerati (fig. 6.b). In Italia, tra il 2015 e il 2025 il valore degli investimenti è più che decuplicato, passando da 76 milioni a 1,1 miliardi, mentre il numero di imprese finanziate è aumentato da 81 a 226 (fig. 7.b). Nonostante la dinamica favorevole, il mercato italiano continua a essere significativamente meno sviluppato rispetto agli altri principali paesi europei; in particolare, nel Regno Unito, dove il mercato del VC è più maturo, gli investimenti sono stati 5,7 miliardi di euro nel 2025 indirizzati a circa 850 imprese, con una dimensione media per operazione di circa 6,8 milioni.

Figura 7

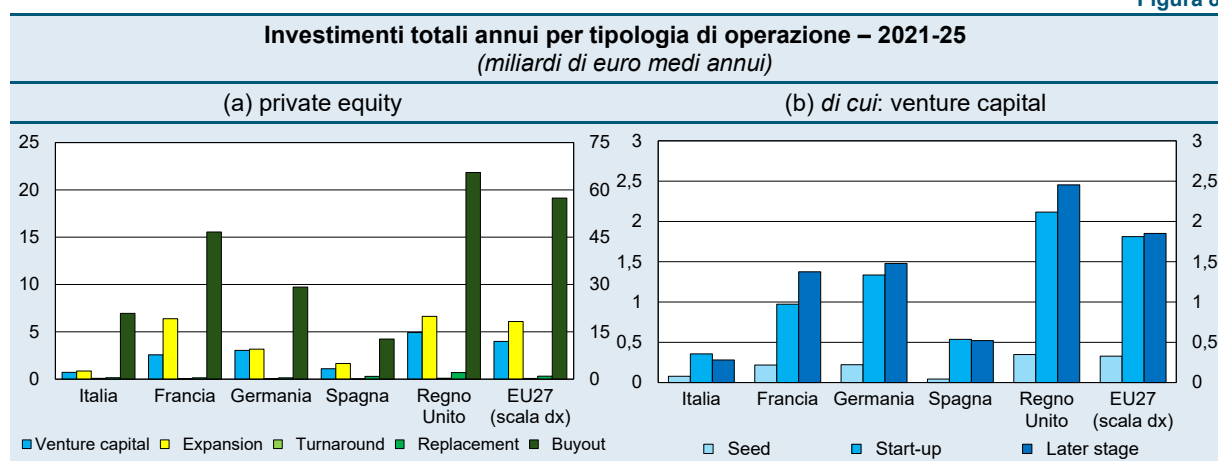


Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe.

La struttura del mercato del private equity in Italia rimane fortemente orientata verso le operazioni di *buyout*⁵, che nel periodo 2021-25 hanno assorbito circa l'80 per cento delle risorse investite, per un ammontare di quasi 7 miliardi di euro in media all'anno (fig. 8.a). Tale quota è superiore a quella osservata nella media dell'UE27 e nel Regno Unito, dove i *buyout* rappresentano circa i due terzi degli investimenti complessivi. Si tratta della tipologia di intervento con il più elevato impiego di risorse per impresa target: nel quinquennio 2021-25 l'investimento medio è stato di 48 milioni di euro in Italia, un valore in linea con la media dell'Unione europea (47) ma inferiore a quello del Regno Unito (95; fig. 8.a). Molto più contenuto è risultato il peso delle operazioni di *expansion*, indirizzate a imprese già avviate e impegnate in percorsi di crescita. Nel periodo 2021-25 tali interventi hanno attratto meno di 900 milioni l'anno, circa il 10 per cento delle risorse investite, una quota significativamente inferiore a quella dei principali paesi europei (21 per cento nella media dell'UE, 26 in Francia; fig. 8.a).

Il venture capital continua ad avere un ruolo relativamente limitato nel mercato italiano. Tra le operazioni di VC, nel periodo 2021-25 circa la metà degli importi è confluita verso le start-up e l'11 per cento ha finanziato investimenti di tipo seed (fig. 8.b)⁶; la fase later-stage ha assorbito il 39 per cento degli importi, una quota inferiore rispetto alla media dell'UE (46 per cento) e a quella della Francia (oltre il 50 per cento). Gli investimenti destinati alle imprese in questa fase di sviluppo sono stati meno di 300 milioni di euro all'anno, importi significativamente più contenuti rispetto agli altri principali paesi europei (fig. 8.b). La dimensione media delle operazioni di VC è fortemente cresciuta in tutti i paesi nel corso del decennio, arrivando nel 2025 a 4,9 milioni medi in Italia, 3,1 milioni in Francia, 3,9 in Germania, 3,3 in Spagna e 6,8 nel Regno Unito (fig. 8.b).

Figura 8



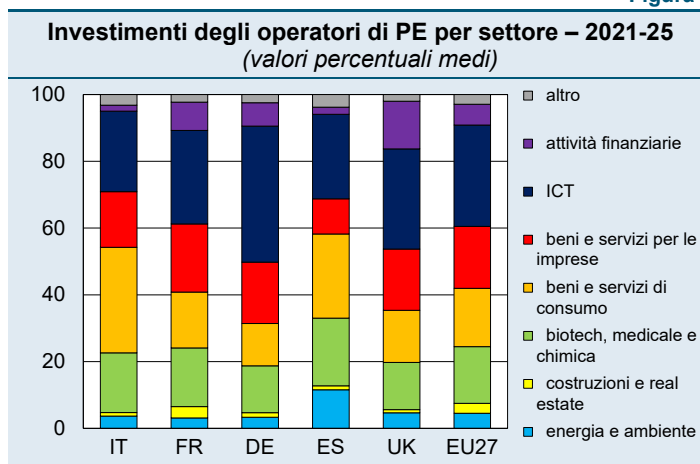
Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe

⁵ Le operazioni di *buyout* consistono nell'acquisizione del controllo di un'impresa, spesso con il ricorso significativo a capitale di debito (leveraged buyout). Gli investimenti di *expansion* riguardano invece l'ingresso nel capitale di imprese già avviate, generalmente tramite partecipazioni di minoranza, con l'obiettivo di finanziare progetti di crescita, sviluppo commerciale o espansione internazionale. Le operazioni di *turnaround* sono finalizzate all'acquisizione e alla ristrutturazione di imprese che attraversano situazioni di difficoltà economico-finanziaria, allo scopo di ripristinarne la redditività e il valore. Infine, le operazioni di *replacement* prevedono la sostituzione, totale o parziale, di soci esistenti mediante l'acquisto delle loro quote, senza necessariamente apportare nuove risorse finanziarie all'impresa.

⁶ Le operazioni *seed* sono quelle che finanziano imprese nelle fasi embrionali, prima della piena validazione del prodotto e del modello di business; gli investimenti in *startup* (o *early-stage*) sostengono invece l'avvio e la prima crescita commerciale, mentre quelli *later-stage* riguardano imprese più mature, già dotate di ricavi e di un modello di business consolidato.

I principali destinatari degli investimenti di private equity sono stati i comparti dei beni e servizi di consumo, dell'ICT e del chimico-farmaceutico (fig. 9). In particolare, il settore dell'ICT ha assunto un peso crescente in tutti i principali paesi europei. In Italia, tra il 2021 e il 2025, gli operatori hanno investito mediamente 2 miliardi di euro l'anno nell'ICT, a fronte di circa 800 milioni annui nel periodo 2016-20. L'investimento medio per operazione è rimasto sostanzialmente stabile passando da 16 a 17 milioni di euro. Nel quinquennio 2021-25, le risorse indirizzate annualmente all'ICT sono state pari a 7,0 miliardi in Francia e 6,6 miliardi in Germania, con un investimento medio per operazione di 12 e 16 milioni, rispettivamente. Nel Regno Unito il comparto ha attratto circa 10 miliardi di euro all'anno, con un investimento medio di 11 milioni per operazione, e più di un decimo delle risorse è confluito verso attività finanziarie e assicurative (circa 4,9 miliardi medi annui e un investimento per operazione di 41 milioni).

Figura 9



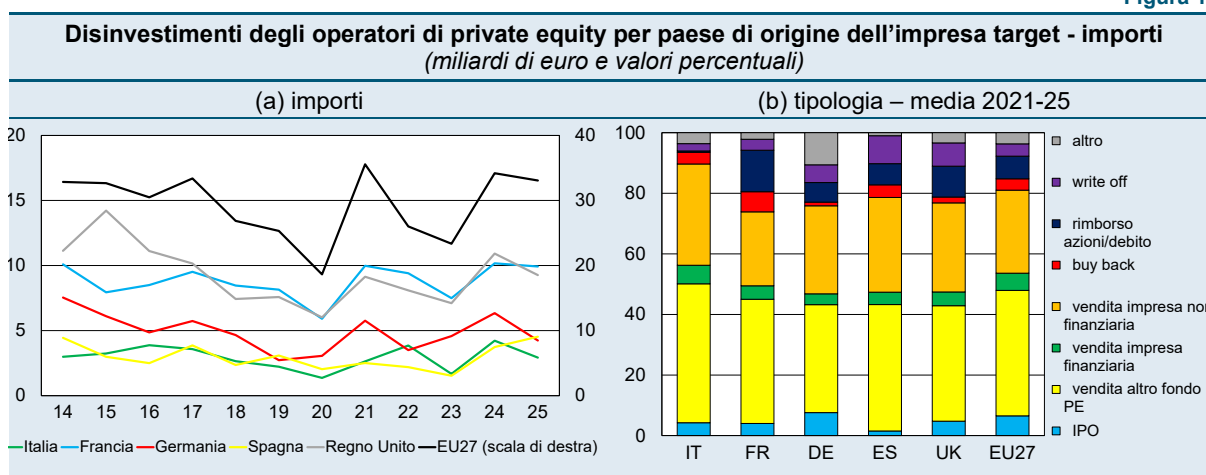
Fonte: Invest Europe.

3.2 I disinvestimenti degli operatori di PE in Italia

Gli investimenti di PE hanno generalmente una durata compresa tra 3 e 7 anni. Al termine del periodo di investimento, l'uscita può avvenire attraverso la quotazione dell'impresa sul mercato azionario, la cessione a un altro fondo di private equity o a un'impresa, il riacquisto da parte dell'imprenditore o del management, oppure, nei casi meno favorevoli, tramite la svalutazione integrale dell'investimento (*write-off*).

Nel quinquennio 2021-25, gli operatori italiani hanno realizzato disinvestimenti per un ammontare medio annuo di 3,1 miliardi di euro, un valore nettamente inferiore a quello osservato in Francia e Germania (9,4 e 4,9 miliardi, rispettivamente), ma coerente con il minore volume di investimenti effettuati negli anni precedenti (fig. 10.a). La somma dei disinvestimenti nel periodo 2021-25 è infatti attorno alla metà degli investimenti effettuati nel quinquennio 2016-20. Tale

Figura 10



Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe.

Gli importi dei disinvestimenti sono registrati al costo, ossia l'importo disinvestito coincide con quello investito in precedenza.

rapporto si colloca su livelli analoghi alla media dell'Unione europea e a quelli di Spagna e Regno Unito (52, 49 e 46 per cento, rispettivamente), sebbene risulti significativamente inferiore a quello della Francia (61 per cento).

La composizione delle modalità di disinvestimento per l'Italia, analizzata maggiormente in dettaglio successivamente sulla base di dati granulari per singola operazione, conferma il ruolo prevalente della cessione ad altri operatori di PE, che ha rappresentato quasi la metà degli importi disinvestiti (fig. 10.b). La diffusione delle IPO come modalità di uscita risulta invece marginale a livello aggregato, caratteristica comune per i principali paesi europei.

3.3 L'industria dei fondi chiusi italiani: evoluzione, dimensioni e caratteristiche (per domiciliazione del fondo)

3.3.1 I fondi chiusi italiani specializzati in PE, VC e infrastrutture

Alla fine del 2025 erano attivi 398 fondi mobiliari chiusi di diritto italiano operativi nel PE, nel VC e nelle infrastrutture⁷, riconducibili a 119 società di gestione italiane ed estere; nel 2015 i fondi attivi erano 156.

Il valore netto delle attività (net asset value, NAV) complessivo di questi fondi ammontava a 32 miliardi di euro⁸. La dimensione media dei singoli fondi era di circa 80 milioni (30 milioni la mediana), mentre per i fondi riconducibili ai primi cinque gestori raggiungeva circa 200 milioni.

Il capitale impegnato non ancora richiamato (*dry powder*) era pari a 16 miliardi di euro alla fine del 2025, circa il 27 per cento del capitale sottoscritto (60 miliardi); la quota saliva a quasi il 50 per cento per i fondi con non oltre cinque anni di vita.

Nell'area dell'euro⁹, il valore complessivo dei fondi di PE era di circa 870 miliardi di euro alla fine del 2025, quattro volte il livello di dieci anni prima; nello stesso periodo in Italia il valore è triplicato (fig. 11.a). Nell'area, il Lussemburgo e l'Irlanda rivestono un ruolo primario, quali hub europei per domiciliazione dei fondi *cross-border*. Tale posizione è associata anche alla presenza di regimi fiscali favorevoli, di una regolamentazione flessibile e di un ecosistema professionale sviluppato. Rilevante è il peso del comparto francese (fig. 11.b), mentre risulta più contenuta l'incidenza dei fondi domiciliati in Italia e Germania.

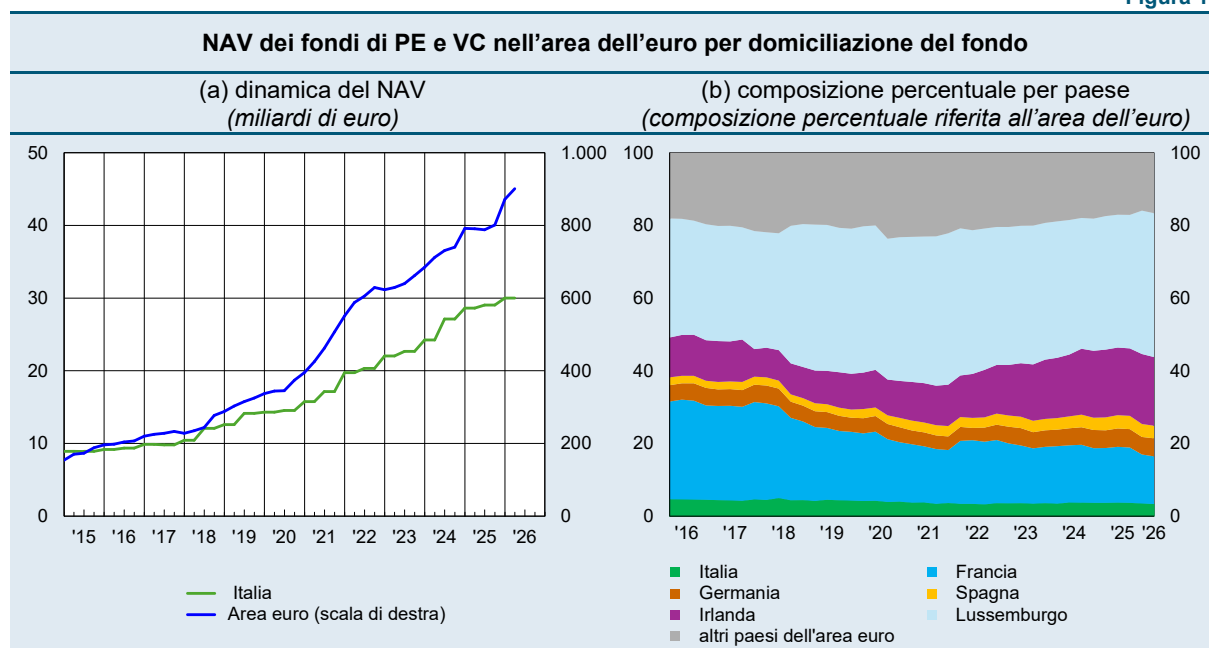
Il settore presenta un elevato grado di concentrazione. Alla fine del 2025, i tre maggiori gestori detenevano circa il 31 per cento del NAV complessivo dei fondi di diritto italiano specializzati; la quota saliva a circa il 40 per cento considerando i primi cinque operatori e al 54 per cento i primi dieci. Il comparto risulta anche fortemente agglomerato: il 65 per cento dei gestori ha sede in Lombardia e a questi intermediari è riconducibile oltre il 50 per cento del NAV dei fondi di diritto italiano.

⁷ Numero dei fondi chiusi e SICAF con investimento prevalente nel comparto del PE, del VC e delle infrastrutture; dal perimetro di riferimento dei fondi mobiliari considerati sono esclusi i fondi che investono in Private Debt e in crediti. Non sono considerati i fondi immobiliari.

⁸ Il NAV complessivo dei fondi chiusi di diritto italiano, gestito da intermediari italiani, era pari a € 142 mld a fine 2025, per circa due terzi riconducibile a fondi immobiliari; quelli con un focus diretto in PE, VC e infrastrutture sono risultati, invece, superiori al 20 per cento del valore complessivo; fra le altre componenti figurano i fondi di Private Debt e crediti.

⁹ I dati considerati sono quelli riportati dalla BCE, IVF - Investment Fund Statistics, *IF shares/units issued, outstanding amounts at the end of the period*. Il confronto internazionale è articolato per domicilio di giurisdizione dei fondi. Il perimetro di riferimento, che mira ad armonizzare la definizione di fondi di PE al fine di renderla comparabile tra Paesi, qualifica gli stessi come "unleveraged investment funds that predominantly invest in equity instruments and instruments that are economically similar to equity instruments issued by unlisted companies".

Figura 11

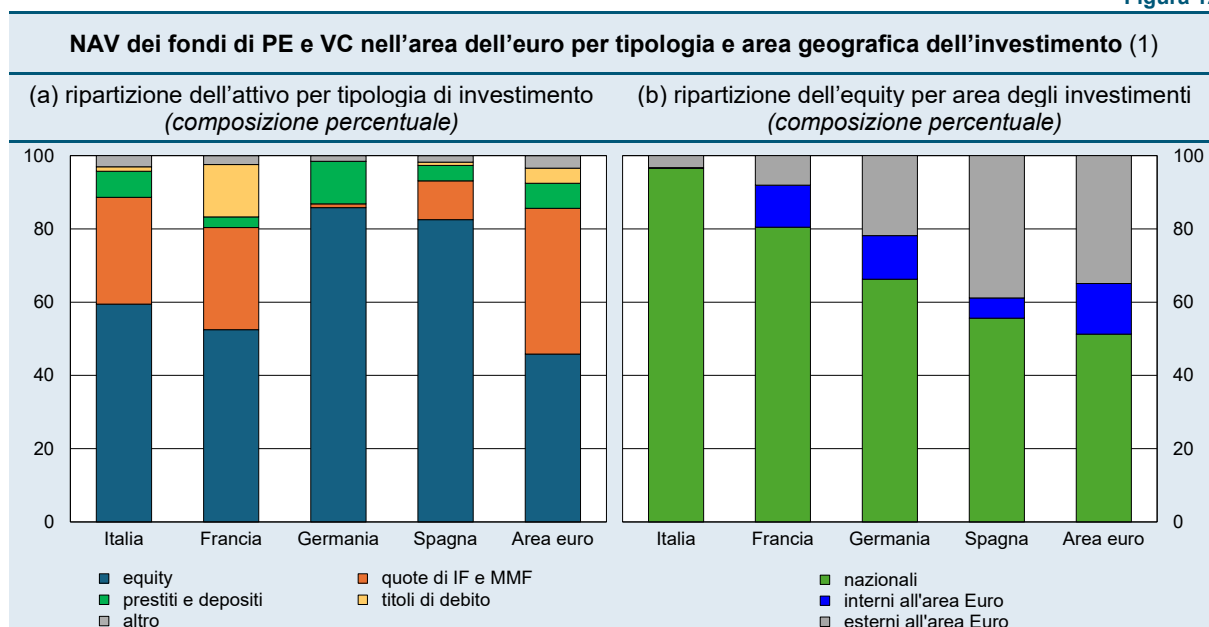


Fonte: elaborazioni su dati BCE data portal - IVF - Investment Funds Statistics.

L'attivo dei fondi di PE italiani è investito prevalentemente in partecipazioni dirette nel capitale delle imprese. Gli investimenti in altri fondi rappresentano tuttavia una componente non trascurabile e riflettono principalmente la presenza di operatori istituzionali (fig. 12.a). Anche per i fondi domiciliati in Germania, Spagna e, seppur in misura lievemente inferiore, Francia, l'investimento diretto in *equity* costituisce la principale classe di attivo. Più articolata appare invece la composizione dei portafogli negli altri paesi dell'area.

Con riferimento alla destinazione geografica degli investimenti in *equity*, i fondi domiciliati in Italia sono orientati prevalentemente verso il mercato nazionale, anche in coerenza con gli obiettivi degli investitori istituzionali che sostengono il comparto. Più eterogenea è invece la situazione degli altri paesi dell'area (fig. 12.b).

Figura 12



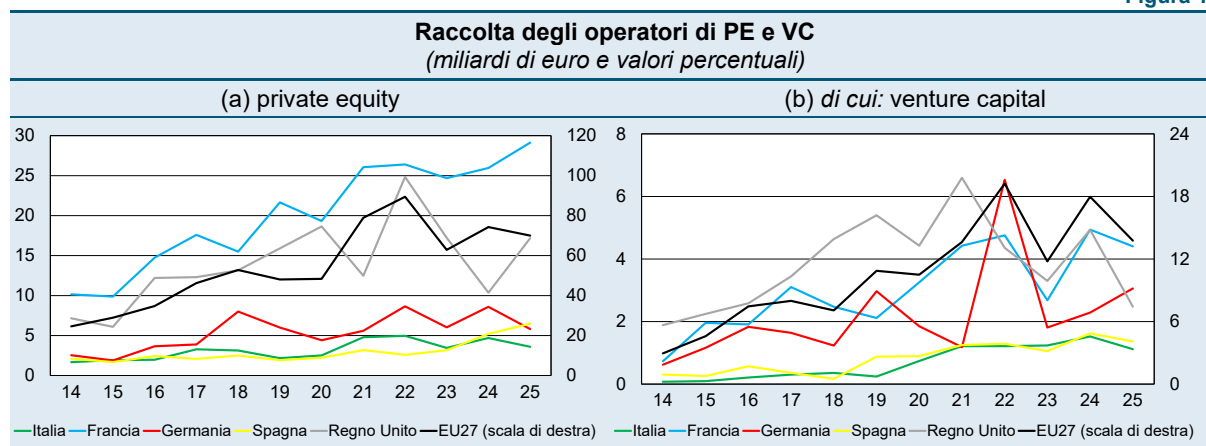
Fonte: Elaborazioni su dati BCE data portal - IVF - Investment Funds Statistics.

(1) Dati riferiti a fine 2025, per domiciliazione del fondo.

3.3.2 La raccolta degli operatori di PE e VC

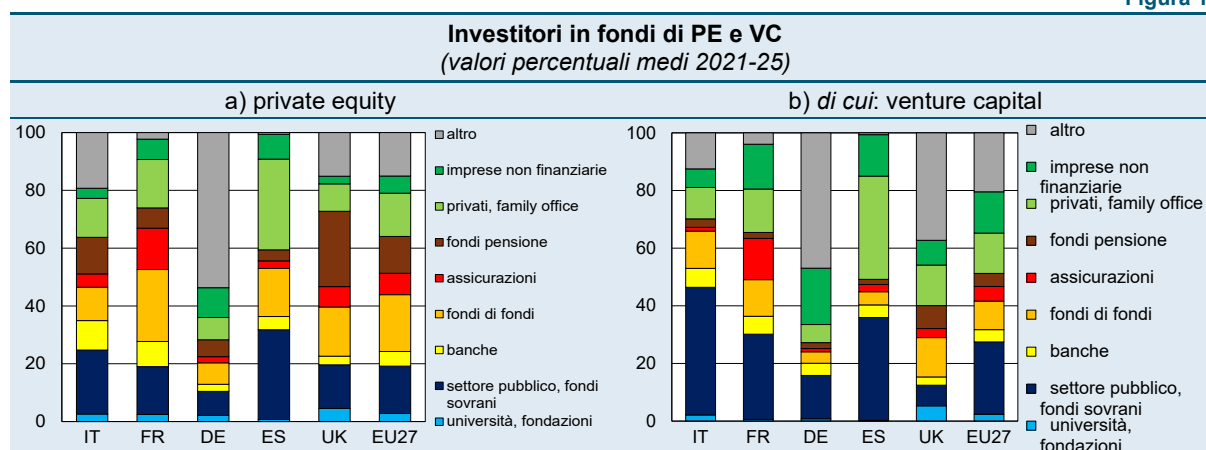
Secondo le informazioni rese disponibili da Invest Europe, in Italia nel 2025 la raccolta lorda del comparto è stata pari a 3,6 miliardi di euro. Pur essendo quasi raddoppiata nell'ultimo decennio (era 1,9 miliardi di euro nel 2015), continua a rappresentare una quota contenuta della raccolta complessiva degli operatori dell'Unione europea, pari al 5 per cento nel 2025 (fig. 13.a). Il ritardo italiano è lievemente meno accentuato nel mercato del VC. Nell'ultimo decennio la raccolta è aumentata, passando da meno di 100 milioni nel 2015 (2 per cento del totale raccolto dagli operatori dell'Unione europea di VC) a 1,1 miliardi di euro nel 2025, pari all'8 per cento della raccolta dell'Unione europea di VC (fig. 13.b).

Figura 13



Nella media del periodo 2021-25, il settore pubblico è stato il principale sottoscrittore di fondi PE italiani, con un apporto pari al 22 per cento della raccolta totale; i fondi pensione e le assicurazioni hanno complessivamente contribuito per il 17 per cento, i fondi di fondi per il 12, le banche per il 10 e le imprese e *family office* per il 17 per cento (fig. 14.a).

Figura 14



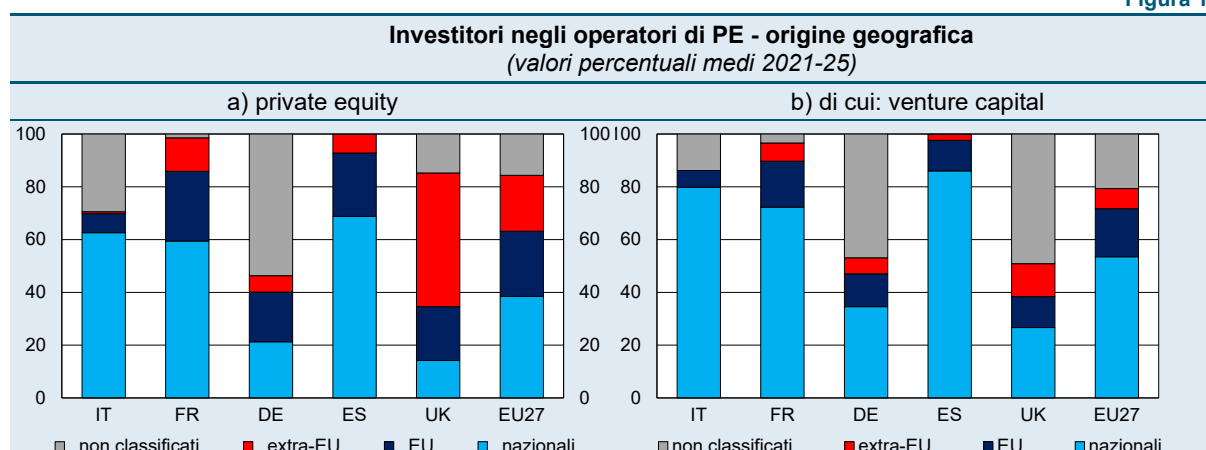
Nel confronto internazionale, l'apporto degli investitori istituzionali in Italia è minore: nel quinquennio considerato, nell'Unione europea i fondi pensione e le assicurazioni hanno contribuito al 20 per cento della raccolta (33 per cento nel Regno Unito). Il divario è particolarmente marcato nel caso delle assicurazioni, che in Italia hanno contribuito per il 4,6 per cento della raccolta, contro il 7,4 per cento nella media dell'UE e il 14,3 per cento in Francia. Nello stesso periodo, nell'Unione

europea, i fondi di fondi e le banche hanno partecipato alla raccolta con quote pari al 19,7 e 5,1 per cento, rispettivamente. Nell'Unione europea le agenzie governative o locali hanno contribuito per il 16,4 per cento del totale della raccolta, mentre il 21 per cento proveniva da imprese e *family office*.

Considerando i soli operatori di VC, il peso degli investitori pubblici è più elevato in tutti i paesi considerati, con l'eccezione del Regno Unito. In Italia tali investitori contribuiscono al 44 per cento della raccolta, a fronte del 25 per cento nella media dell'Unione europea (fig. 14.b).

L'origine geografica degli investitori nei fondi italiani di PE è prevalentemente europea: quasi il 70 per cento dei capitali raccolti, contro il 35 per cento nel Regno Unito (fig. 15.a). La quota aumenta ulteriormente nel comparto del VC, anche per effetto del maggiore contributo delle agenzie governative e regionali, attorno al 90 per cento in Italia e circa il 40 per cento nel Regno Unito (fig. 15.b).

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe

4 Il private equity in Italia: dimensione ed evidenze descrittive¹⁰

4.1 Il mercato italiano del PE: un confronto tra le fonti nelle statistiche aggregate

La letteratura riconosce al PE un ruolo potenzialmente rilevante nella crescita e nelle scelte di investimento delle imprese. In questa prospettiva, il PE è interpretato non come semplice fornitore di capitale, ma come attore che può incidere su vincoli finanziari, struttura del capitale e capacità di perseguire progetti di riorganizzazione e crescita. Le evidenze microeconomiche suggeriscono che la creazione di valore del PE deriva da più canali, non riducibili alla sola crescita dei ricavi o al taglio dei costi (Gompers et al., 2016).¹¹ Il PE può inoltre agire da intermediario che accelera l'adozione di tecnologie, specialmente quando possiede competenze specifiche nel digitale (Baik et al., 2024).¹² Per l'area dell'euro, l'evidenza empirica indica un'associazione tra PE e migliori

¹⁰ A cura di Davide Arnaudo, Vincenzo Cuciniello, Federico Guerra, Valentina Nigro, Federico M. Signoretti e Pietro Tramontano.

¹¹ Gompers et al. (2016) intervistano 79 gestori di fondi, mostrano che i driver di valore includono anche il miglioramento della governance e degli incentivi, cambiamenti significativi nella struttura manageriale e una ridefinizione delle strategie aziendali. Ne emerge la figura del PE come investitore "attivo", in grado di intervenire sui meccanismi decisionali dell'impresa e sulla qualità del management.

¹² Baik et al. (2024) documentano un aumento significativo degli investimenti in tecnologie digitali da parte di aziende private dopo l'ingresso di fondi di PE, con un effetto più marcato per i fondi con maggiore esperienza in ambito digitale. Questo risultato è coerente con un canale di trasferimento di competenze e pratiche manageriali, oltre alla mera disponibilità di risorse finanziarie.

performance reali, ma anche un possibile trade-off con alcune misure di solidità finanziaria (Cera et al., 2025).¹³.

Il perimetro delle operazioni classificate come PE differisce fra le fonti di dati disponibili. Per il mercato italiano, in particolare, sono disponibili informazioni da tre principali fonti: (i) dati dell'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), che seguono una classificazione condivisa a livello europeo e alimentano il database armonizzato di Invest Europe, consentendo confronti omogenei fra paesi europei; (ii) informazioni raccolte dalla piattaforma proprietaria PitchBook Data, disponibili in linea di principio per tutte le transazioni a livello globale¹⁴; (iii) dati raccolti annualmente dal *Private Equity Monitor* (PEM), in collaborazione con AIFI, e pubblicati dalla LIUC Business School. I dati raccolti da AIFI sono disponibili a livello aggregato per tipologia di operazione e regione di destinazione dell'investimento; in questa base informativa le iniziative di partecipazione, dirette o indirette, in aziende target destinate a essere integrate con imprese già nel portafoglio degli investitori di private equity (cosiddette *add-on*) non costituiscono una categoria autonoma. La piattaforma PitchBook ha una copertura granulare ed elevata delle singole transazioni, inclusi gli *add-on*, degli investitori e delle imprese finanziate, consentendo l'integrazione della base dati con gli aggregati di bilancio delle aziende target (cfr. Sezione 4.3); tuttavia, le informazioni per l'ammontare delle transazioni sono presenti su un insieme limitato di operazioni (circa il 20 per cento per gli investimenti in aziende italiane), verosimilmente con una copertura sbilanciata a favore delle operazioni di importo più elevato. Anche i dati diffusi da PEM hanno natura granulare; la copertura territoriale è limitata al mercato italiano e la metodologia di rilevazione è simile a quella dell'AIFI, ma include anche le operazioni di *add-on*.

In questa sezione l'analisi si concentra sulle operazioni di PE aventi come target imprese mature, escludendo dal totale degli investimenti le iniziative classificate come VC. Per i dati ottenuti da PitchBook non sono considerate, inoltre, le operazioni che riflettono principalmente il trasferimento di portafogli finanziari o di asset reali (in particolare immobiliari; cfr. Sezione 4.2). Dopo queste elaborazioni le diverse fonti restituiscono un quadro nel complesso coerente della dimensione del mercato italiano del PE.¹⁵ (per ulteriori dettagli, si veda l'Appendice A).

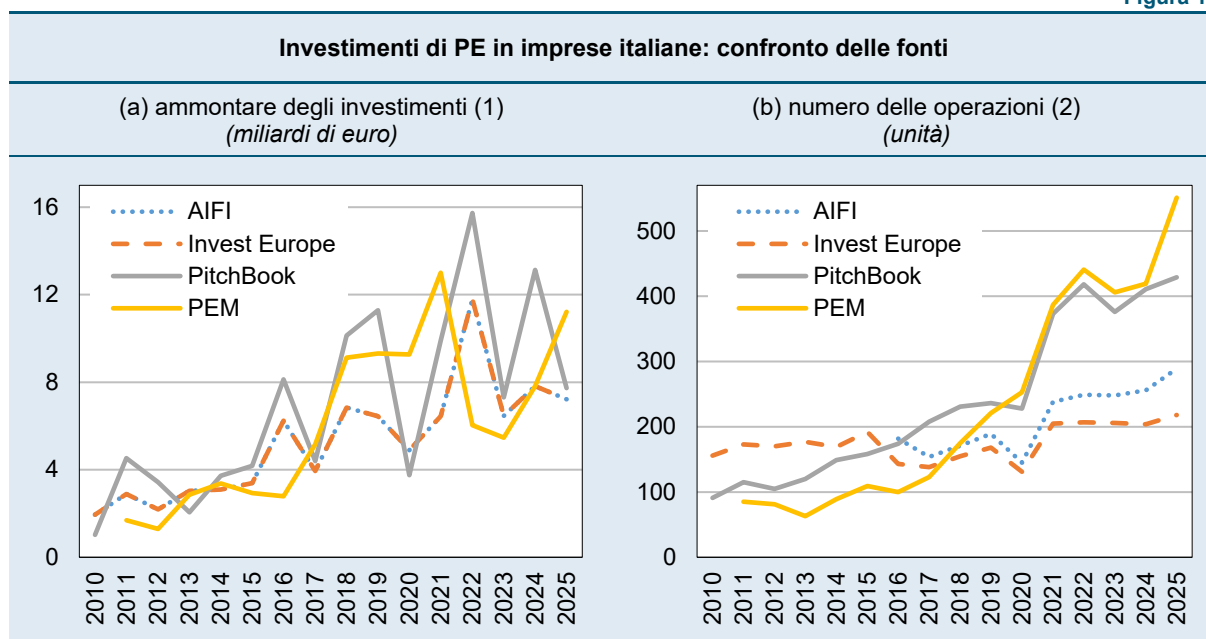
Nel complesso, le diverse fonti sono concordi nell'indicare che il mercato italiano del private equity è cresciuto nell'ultimo decennio (fig. 16). Nel periodo successivo alla pandemia gli investimenti sono stati in media di 8-10 miliardi l'anno (a seconda della fonte considerata), circa il doppio rispetto ai livelli prevalenti nel decennio precedente.¹⁶ La raccolta di capitali dei fondi

¹³ Cera et al. (2025) trovano che le imprese finanziate da PE presentano livelli più elevati di *total factor productivity* rispetto a quelle non finanziate dal PE, indipendentemente dal settore, e aumentano gli investimenti in attività intangibili e progetti di lungo periodo, tipicamente legati a innovazione e crescita. Allo stesso tempo, lo studio mostra che l'ingresso del PE può accompagnarsi a un peggioramento di alcuni indicatori di solidità finanziaria, con un aumento dell'indebitamento complessivo e una riduzione della capacità di copertura degli oneri finanziari.

¹⁴ PitchBook Data è una piattaforma informativa proprietaria specializzata sul finanziamento nei mercati privati, che raccoglie dati su investimenti, imprese beneficiarie e investitori. La base dati è costruita a partire da una pluralità di fonti pubbliche (quali articoli di stampa, comunicati relativi alle operazioni di investimento e siti internet), integrate da informazioni fornite direttamente dai soggetti censiti; i dati sono tipicamente raccolti attraverso processi automatici e vengono successivamente sottoposti a verifiche ed eventuali integrazioni, anche a seguito di contatti diretti con le imprese o gli investitori. La piattaforma, pur non configurandosi come un censimento esaustivo dell'attività nel mercato dei capitali privati, consente di seguire l'evoluzione delle singole operazioni, degli investitori coinvolti e delle caratteristiche delle imprese interessate dalle iniziative di finanziamento.

¹⁵ La piattaforma PitchBook mette anche a disposizione degli utenti dei valori aggregati precompilati del mercato del private equity nei diversi paesi. Secondo tali elaborazioni la dimensione del mercato, tuttavia, è significativamente superiore a quella indicata da Invest Europe, per i paesi europei, e da PEM per l'Italia.

¹⁶ I dati sugli investimenti sono basati sulle statistiche di AIFI (Invest Europe); includono il perimetro "all private equity", al netto della componente di venture capital; si riferiscono agli investimenti in aziende italiane di fondi sia domestici sia esteri.



Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe, AIFI, PEM e PitchBook.

(1) Per Invest Europe gli investimenti ricomprendono il perimetro "all private equity" depurato dalla componente di venture capital. Per PEM e PitchBook, informazione riferita alle operazioni per le quali è disponibile l'ammontare dell'investimento. – (2) Per Invest Europe il dato si riferisce al numero di imprese in portafoglio.

italiani rimane contenuta in valore assoluto e presenta una variabilità temporale elevata, riflettendo la minore profondità del mercato e la più limitata base di investitori.

4.2 Evidenze descrittive sul mercato italiano basate su dati granulari

Per analizzare l'evoluzione del mercato italiano del PE, nel resto di questa sezione si utilizzano le informazioni granulari sulle singole operazioni, sulle aziende target e sugli investitori ottenute dal provider privato PitchBook Data. È stato costruito un campione di operazioni concluse nel periodo 2006-25 e riferite a imprese italiane, partendo dall'insieme delle transazioni classificate come *private equity* con una presenza esplicita di investitori riconducibili a fondi di PE.

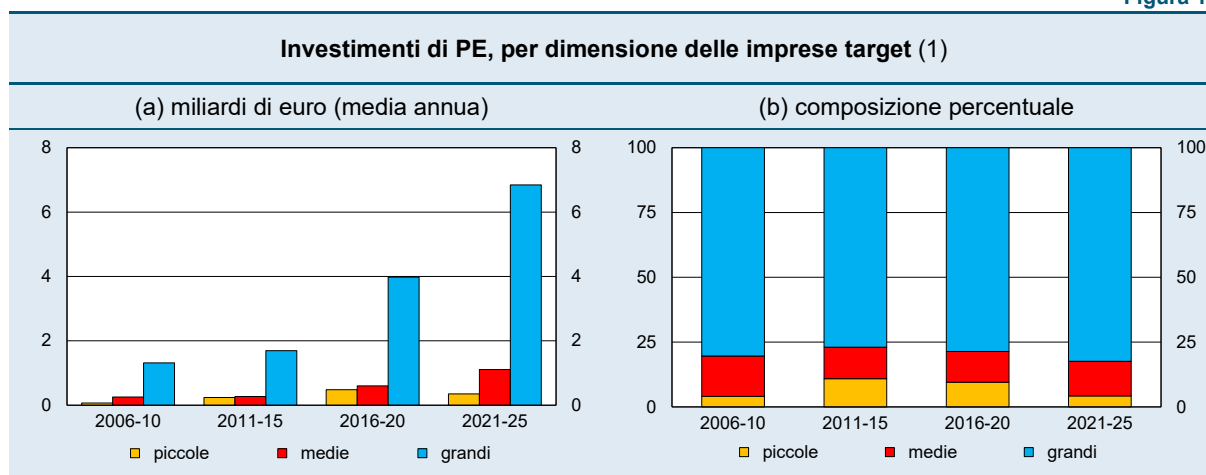
Il perimetro delle operazioni di PE considerato in questa analisi esclude le operazioni di venture capital. In particolare, sono inclusi gli investimenti in equity (o strumenti *equity-like*) in imprese non finanziarie e non quotate, realizzati da soggetti riconducibili a fondi di private equity, con una prospettiva di valorizzazione e disinvestimento. Oltre alle operazioni classificate come venture capital (tipicamente orientate a imprese nelle fasi iniziali della propria attività), sono escluse anche quelle che riflettono principalmente il trasferimento di portafogli finanziari o di asset reali (in particolare immobiliari), poiché non corrispondono in senso proprio a investimenti in imprese produttive.

Il processo di selezione preserva un'ampia copertura del mercato osservato, mantenendo al tempo stesso coerenza definitoria con l'oggetto di studio. L'estrazione iniziale individua 4.703 operazioni (oltre 4.000 imprese; Tavola B1 in Appendice B). Da questo perimetro vengono poi eliminate le operazioni non completate (prive di investimento effettivo), quelle su società quotate o connesse a delisting, le transazioni con target nel settore finanziario e quelle classificate come venture capital o connesse con la cessione di portafogli di attività finanziarie o reali. Dopo queste esclusioni il campione comprende 4.256 operazioni concluse (il 90,5 per cento del totale iniziale) e 3.684 imprese (il 90,9 per cento). Le esclusioni complessive ammontano a 447 operazioni (9,5 per cento), con categorie non mutuamente esclusive (non completate, quotate/delisting, target finanziari, venture capital, cessioni di portafogli/asset).

Sulla base del campione selezionato, il rafforzamento dell'attività di investimento si è accompagnato a un ampliamento significativo della platea di imprese beneficiarie. Per il PE, nel periodo 2021-25 il numero medio annuo sia delle operazioni sia delle imprese target è triplicato rispetto alla prima metà dello scorso decennio (fig. B1 in Appendice B). L'aumento delle operazioni è riconducibile principalmente all'ingresso di imprese che hanno avuto accesso per la prima volta al capitale di rischio da parte di operatori di PE: sempre nella media dell'ultimo quinquennio, le imprese beneficiarie sono state quasi cinque ogni 10.000 società di capitali del settore non finanziario, un valore pari a quasi il triplo di quello osservato nella prima metà dello scorso decennio. La crescita del numero di investimenti è stata pressoché continua a partire dagli anni successivi alla crisi dei debiti sovrani, con una lieve flessione durante il periodo della pandemia (seguita da un significativo recupero nell'anno successivo) e una nuova riduzione nel 2023, in concomitanza con la fase di inasprimento della politica monetaria.

La crescita degli investimenti ha riguardato sia le imprese di maggiore dimensione sia quelle più piccole (fig. 17).¹⁷ In entrambi i segmenti, i volumi medi di investimento nel periodo 2021-25 risultano triplicati rispetto ai livelli prevalenti dieci anni prima. La quota di investimenti destinati alle aziende di dimensione maggiore è rimasta pressoché stabile nel tempo, a circa tre quarti del totale. In termini di numero di operazioni è aumentata in modo significativo la quota di investimenti rivolti alle piccole imprese, salita a circa la metà nel quinquennio 2021-25 (da poco più di un terzo nel 2011-15; fig. B2 nell'Appendice B).

Figura 17



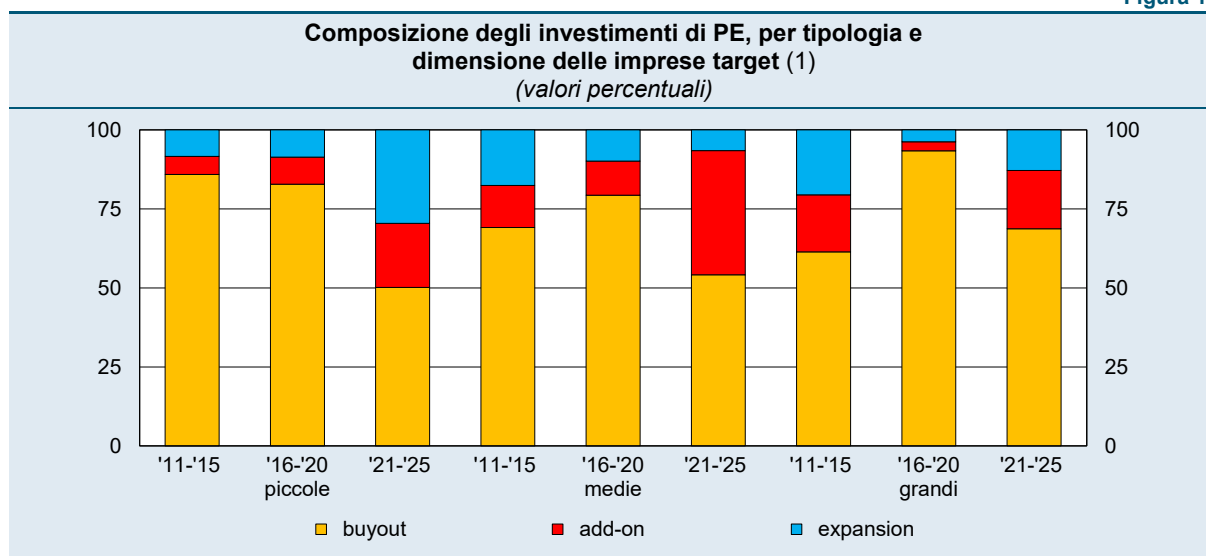
Fonte: elaborazioni su dati PitchBook, Cerved e INPS.

(1) Informazione riferita al sottoinsieme delle transazioni contemporaneamente presenti in PitchBook e negli archivi Cerved e INPS.

La motivazione prevalente delle operazioni rimane il *buyout* “tradizionale”, soprattutto per le aziende di maggiore dimensione (fig. 18). In tali transazioni l'investitore acquisisce di norma una partecipazione di controllo, con l'obiettivo di riorganizzare e valorizzare l'impresa target. Gli investimenti di tipo *growth/expansion* – ossia acquisizioni di quote di minoranza in imprese già avviate, finalizzate a sostenerne l'espansione – sono stati pari a quasi 1 miliardo di euro all'anno in media nell'ultimo quinquennio e hanno rappresentato circa il 20 per cento del numero di operazioni rivolte alle imprese di maggiori dimensioni.

¹⁷ La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni, non incluse tra le micro; medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni, non incluse tra le micro o tra le piccole; le grandi imprese sono quelle residuali. In questa analisi le microimprese sono ricomprese nell'insieme delle piccole imprese.

Figura 18



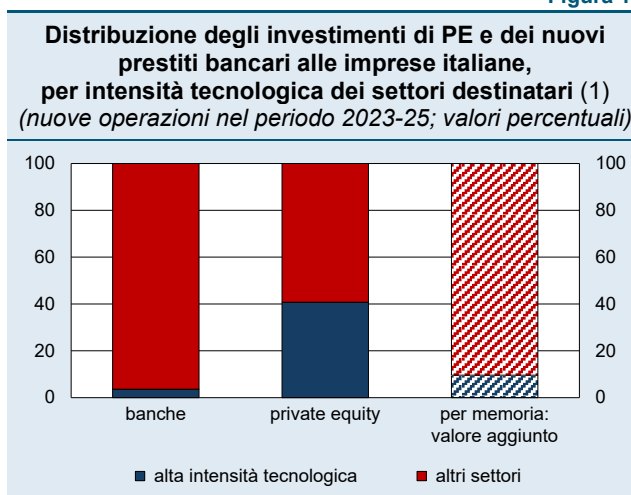
Fonte: elaborazioni su dati PitchBook, Cerved e INPS.

(1) Informazione riferita al sottoinsieme delle transazioni contemporaneamente presenti in PitchBook e negli archivi Cerved e INPS.

Tra le piccole e medie imprese, l'aumento del numero di operazioni è stato trainato dalle strategie di *buy-and-build* (fig. B3 in Appendice B). Queste strategie consistono nell'acquisizione, diretta o indiretta, di imprese operanti nello stesso mercato (cosiddette operazioni *add-on*), che vengono integrate in una società già presente nel portafoglio del fondo (cosiddetta *platform company*), con l'obiettivo di costruire gruppi di dimensione maggiore, incrementarne il valore e procedere successivamente alla dismissione. Le operazioni *add-on* possono infatti essere finanziate sia direttamente dal fondo (tramite nuovi apporti di capitale) sia indirettamente, facendo ricorso alle risorse della *platform company* (in forma sia di capitale di rischio sia di debito). In questo modo, tali operazioni contribuiscono a modificare dimensione, organizzazione produttiva e profilo finanziario delle imprese coinvolte.

La selezione delle imprese target è fortemente orientata verso settori ad alta intensità tecnologica o di conoscenza (fig. 19). In base alla definizione Eurostat/OCSE¹⁸, la quota degli importi investiti in comparti ad alta intensità tecnologica nel triennio 2023-2025 è stata pari a circa il 40 per cento. Questo valore è nettamente più elevato sia rispetto al peso di questi settori nelle erogazioni di nuovo credito bancario (meno del 5 per cento) sia rispetto alla loro incidenza nell'economia (la quota di valore aggiunto che afferisce a questi settori è inferiore al 10 per cento).

Figura 19



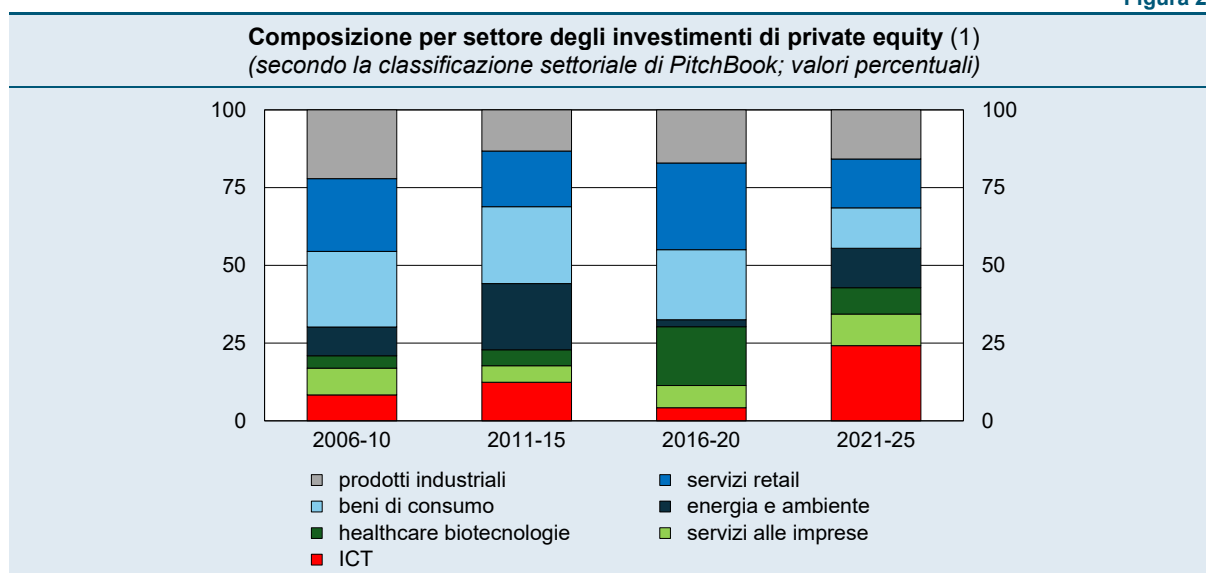
Fonte: AnaCredit, PitchBook, Cerved, OCSE.

(1) I settori ad alta intensità tecnologica sono identificati in base alla classificazione Eurostat/OCSE (OECD, *ISIC Rev.3 Technology Intensity Definition*, 2011). Il grafico riporta la composizione degli investimenti di private equity e dei nuovi prestiti bancari nel triennio 2023-2025. Negli "altri settori" sono inclusi i settori di manifattura e servizi a media e bassa intensità tecnologica, l'industria estrattiva ed energetica e le costruzioni. Per il private equity l'analisi si basa sul sottocampione di nuove operazioni per cui è disponibile l'ammontare dell'investimento. Per confronto, l'ultima barra a destra riporta la stessa scomposizione riferita al valore aggiunto delle società di capitali appartenenti agli stessi settori.

¹⁸ Si tratta di imprese operanti in settori della manifattura ad alta tecnologia o dei servizi ad alta intensità di conoscenza (KIS), secondo la classificazione Eurostat/OCSE (OECD, *ISIC Rev.3 Technology Intensity Definition*, 2011).

Adottando una classificazione settoriale alternativa, curata dalla piattaforma PitchBook¹⁹, nel periodo più recente è aumentata l'incidenza dei deal di PE verso imprese operanti nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT). In questo comparto è plausibile la maggiore presenza di progetti ad alta intensità innovativa; dal 2021, gli investimenti in imprese classificate da PitchBook come ICT sono stati pari a circa un quarto del totale (fig. 20). Nello stesso periodo, l'incidenza del numero di operazioni riferite alle verticali tematiche (*verticals*) “*Artificial Intelligence*” e “*Defence/ Aerospace*”, pur rimanendo contenuta, è raddoppiata rispetto al quinquennio precedente, raggiungendo circa il 3 per cento.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati PitchBook.

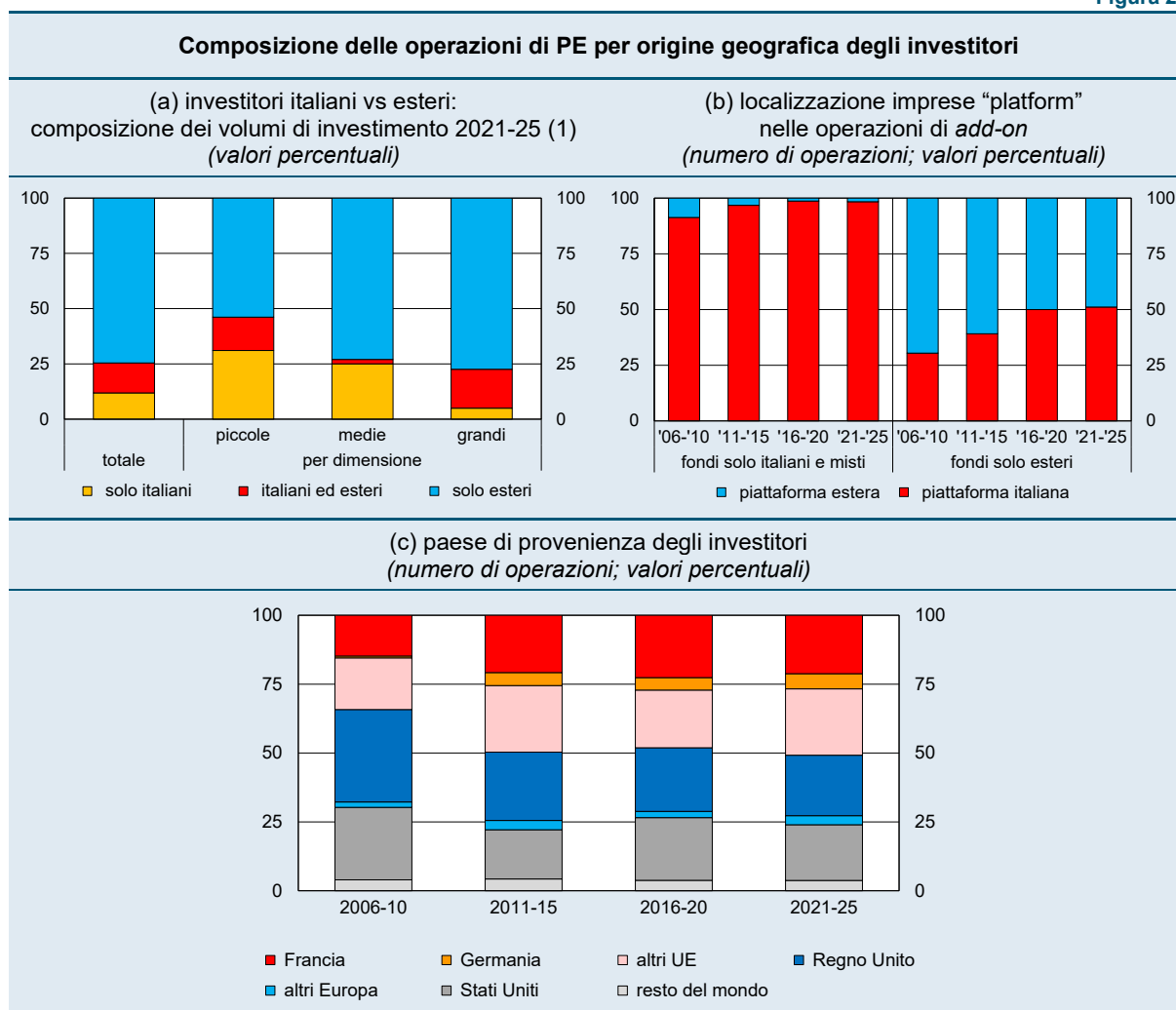
(1) Per ulteriori dettagli sulla classificazione dei settori cfr. la nota a piè di pagina numero 19.

Nel mercato italiano del PE è rilevante la presenza di investitori esteri. In termini di numero di operazioni, il peso degli investitori esteri è aumentato nell'ultimo quinquennio, con un maggiore coinvolgimento anche in deal di importo più contenuto. La quota di operazioni con partecipazione esclusivamente estera è salita a circa il 55 per cento (60 per cento considerando anche le operazioni con partecipazione mista di investitori italiani ed esteri), da meno del 40 per cento negli anni 2006-10. Nell'ultimo quinquennio circa i tre quarti degli investimenti in termini di volume sono confluiti in operazioni con fondi esclusivamente esteri nel *pool* di soggetti coinvolti in ciascuna iniziativa (fig. 21.a; quasi 90 per cento includendo anche le operazioni a partecipazione mista italiana ed estera), indicando che la componente internazionale è centrale soprattutto nelle operazioni di maggiore importo.²⁰

¹⁹ PitchBook assegna alle imprese una classificazione proprietaria basata su industrie e su categorie tematiche più granulari (*verticals*). Le verticali tematiche identificano nicchie o mercati specializzati che possono attraversare più industrie (ad esempio, “fintech” può ricadere in industrie diverse), non hanno quindi una corrispondenza univoca con i settori di attività della classificazione amministrativo-statistica Ateco.

²⁰ La piattaforma PitchBook riporta l'informazione sull'ammontare complessivo dell'investimento, ma non la ripartizione dell'impegno finanziario tra i soggetti coinvolti nell'operazione, che possono includere, oltre ai fondi di private equity, anche altri soggetti. Nell'analisi si considera esclusivamente la nazionalità degli operatori di private equity, a cui è ricondotto l'intero ammontare dell'investimento. Ne consegue che la quota riportata di investimenti di origine estera può rappresentare un limite superiore. Secondo i dati di fonte Invest Europe e considerando l'aggregato di private equity e venture capital, nel periodo 2021-25 più del 40 per cento degli investimenti a favore delle imprese italiane è stato di origine estera.

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati PitchBook, Cerved e INPS.

(1) Informazione riferita al sottoinsieme delle transazioni contemporaneamente presenti in PitchBook e negli archivi Cerved e INPS.

La partecipazione degli investitori esteri è più intensa nei deal che coinvolgono imprese di maggiore dimensione, sia per volumi sia per numero di operazioni. La quota del valore degli investimenti con fondi esclusivamente esteri nell'insieme degli investitori è superiore al 75 per cento per le imprese grandi e medie e pari a circa il 50 per cento per le piccole, evidenziando un gradiente dimensionale nella presenza internazionale.

In termini di volumi, non emergono differenze sostanziali nelle strategie di investimento tra operatori esteri e domestici: prevale il *buyout*. La composizione dei volumi finanziati risulta infatti simile tra le due categorie di investitori, con una netta predominanza delle operazioni di acquisizione di controllo.

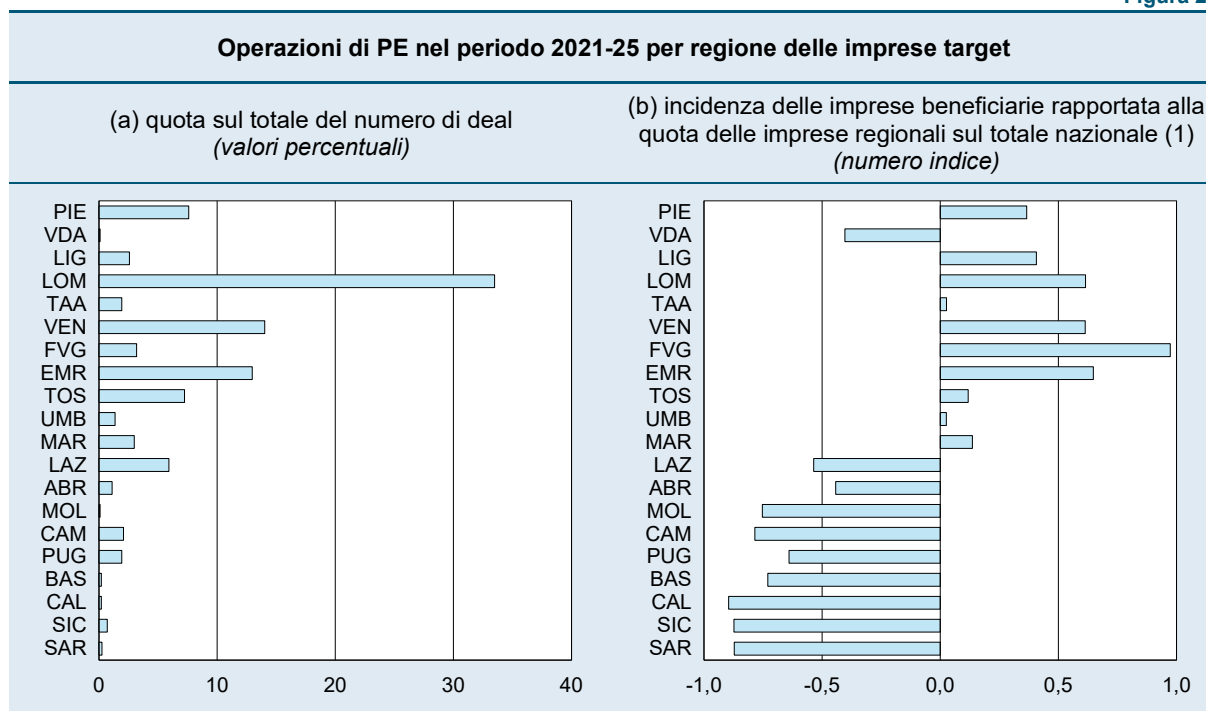
In termini di numero di operazioni, tuttavia, tra gli investitori esteri è cresciuta significativamente l'incidenza delle acquisizioni *add-on* nell'ultimo quinquennio. L'aumento delle operazioni orientate al *buy-and-build* è andato di pari passo con un rafforzamento dei deal finalizzati a integrare le imprese acquisite in una *platform company* localizzata in Italia (fig. 21.b), suggerendo una maggiore operatività “industriale” degli investitori esteri anche nel segmento delle piccole e medie imprese.

La provenienza geografica degli operatori esteri risulta concentrata tra i paesi europei. Circa tre quarti delle operazioni sono ripartiti tra fondi francesi, fondi di altri paesi dell'Unione europea

(soprattutto Lussemburgo) e operatori del Regno Unito; la quota restante è riconducibile principalmente a fondi statunitensi (fig. 21.c).

Le operazioni di private equity presentano una marcata concentrazione geografica. Nell'ultimo quinquennio, oltre il 60 per cento delle operazioni (in termini di numerosità) ha riguardato imprese localizzate in Lombardia, Veneto ed Emilia-Romagna, con poco più di un terzo concentrato nella sola Lombardia (fig. 22).

Figura 22



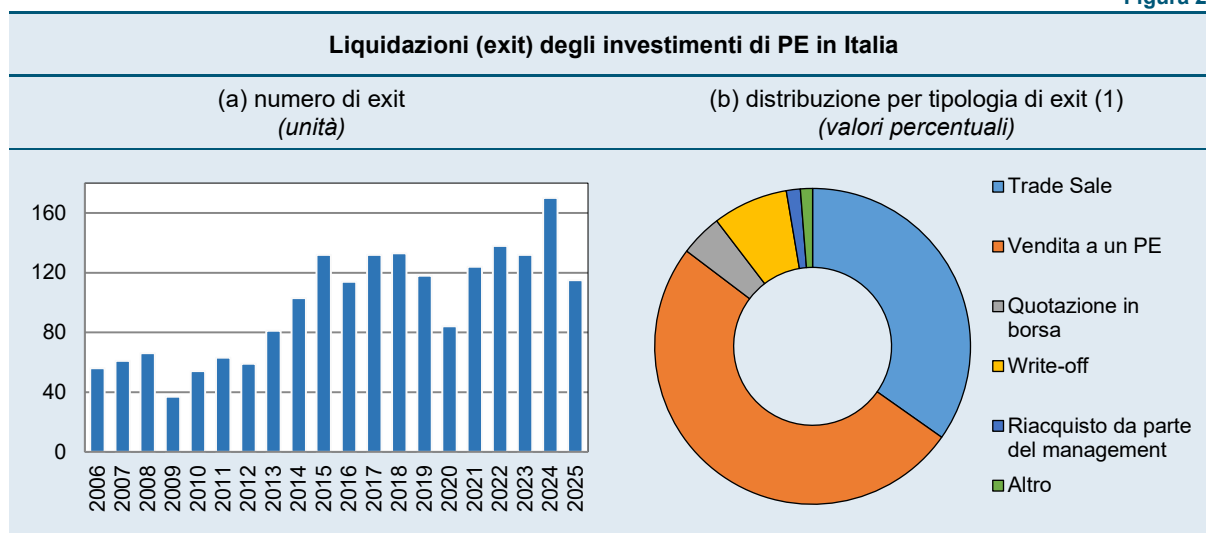
Fonte: elaborazioni su dati PitchBook e Cerved.

(1) Il pannello rappresenta il rapporto, riproporzionato sullo zero, tra il peso delle imprese beneficiarie di investimenti di PE in ciascuna regione sul totale nazionale delle imprese target e la quota delle imprese della regione sul totale nazionale. Valori positivi (negativi) indicano un peso della regione nel mercato italiano del private equity (in termini di numerosità delle operazioni) più che proporzionale rispetto alla rilevanza della regione nel contesto nazionale (in termini di numerosità di società di capitali non finanziarie).

La ripartizione regionale delle iniziative è rimasta nel complesso stabile nel tempo, con variazioni contenute tra i principali territori. Rispetto al periodo 2006-10, il peso del numero di operazioni a favore di imprese localizzate in Lombardia si è ridotto di poco meno di 5 punti percentuali, mentre quello relativo a Friuli-Venezia Giulia e Lazio è diminuito di circa 1,5 punti percentuali. Di contro, è aumentata la quota di operazioni indirizzate verso il Veneto (di circa 3,5 punti percentuali) e, in misura più contenuta, verso Emilia-Romagna e Marche (poco più di un punto percentuale ciascuna).

La concentrazione territoriale delle operazioni è solo parzialmente spiegata dal diverso peso delle regioni nella struttura produttiva nazionale. Anche tenendo conto della distribuzione geografica delle imprese, gli apporti di capitale risultano più diffusi nel Centro-Nord rispetto al Mezzogiorno, segnalando una persistente asimmetria territoriale nell'accesso al private equity. In particolare, gli investimenti dei fondi di PE appaiono nettamente più frequenti nelle regioni del Centro-Nord, con l'eccezione della Valle d'Aosta e del Lazio, rispetto alle regioni meridionali.

Fatta eccezione per il 2020, negli ultimi dieci anni il numero di exit si è mantenuto su livelli sostanzialmente invariati (fig. 23.a). Nel 2025 si è registrata una flessione, coerente con il rallentamento delle operazioni di M&A e con il contesto meno favorevole dei mercati finanziari a livello globale.



Fonte: elaborazioni su dati PitchBook.
(1) Distribuzione per numero di operazioni.

La composizione delle modalità di disinvestimento può riflettere difficoltà strutturali nel conseguire uscite definitive verso acquirenti industriali o il mercato azionario, quali trade sale o quotazioni in borsa. La vendita a un altro fondo di private equity rappresenta circa la metà delle operazioni (fig. 23.b) e circa il 40 per cento dei volumi, includendo le cessioni a *continuation funds*. Questi ultimi sono veicoli creati dal gestore di un fondo in scadenza per trasferirvi uno o più asset che non è riuscito, o non ha ritenuto opportuno, dismettere entro la durata originaria del fondo. L'elevata incidenza di tali operazioni è coerente con possibili difficoltà nel portare le imprese verso disinvestimenti definitivi.

La cessione a un acquirente strategico o industriale (*trade sale*) costituisce circa un terzo delle exit per numero di operazioni (fig. 23.b), una quota inferiore ai benchmark internazionali. In termini di volumi, le trade sale rappresentano circa il 40 per cento delle dismissioni, ma rimangono meno frequenti rispetto a quanto osservato in altri paesi, in linea con la relativa scarsità di grandi acquirenti corporate domestici e con una domanda industriale internazionale selettiva sul mercato italiano.

Le uscite tramite il mercato azionario rimangono marginali. Le IPO rappresentano infatti una quota residuale delle exit (circa il 4 per cento), significativamente inferiore alla media europea (circa l'8 per cento), riflettendo i limiti strutturali del mercato azionario italiano in termini di profondità, liquidità e capacità di assorbire dismissioni di private equity.

4.3 Caratteristiche delle imprese target e andamento successivo all'investimento

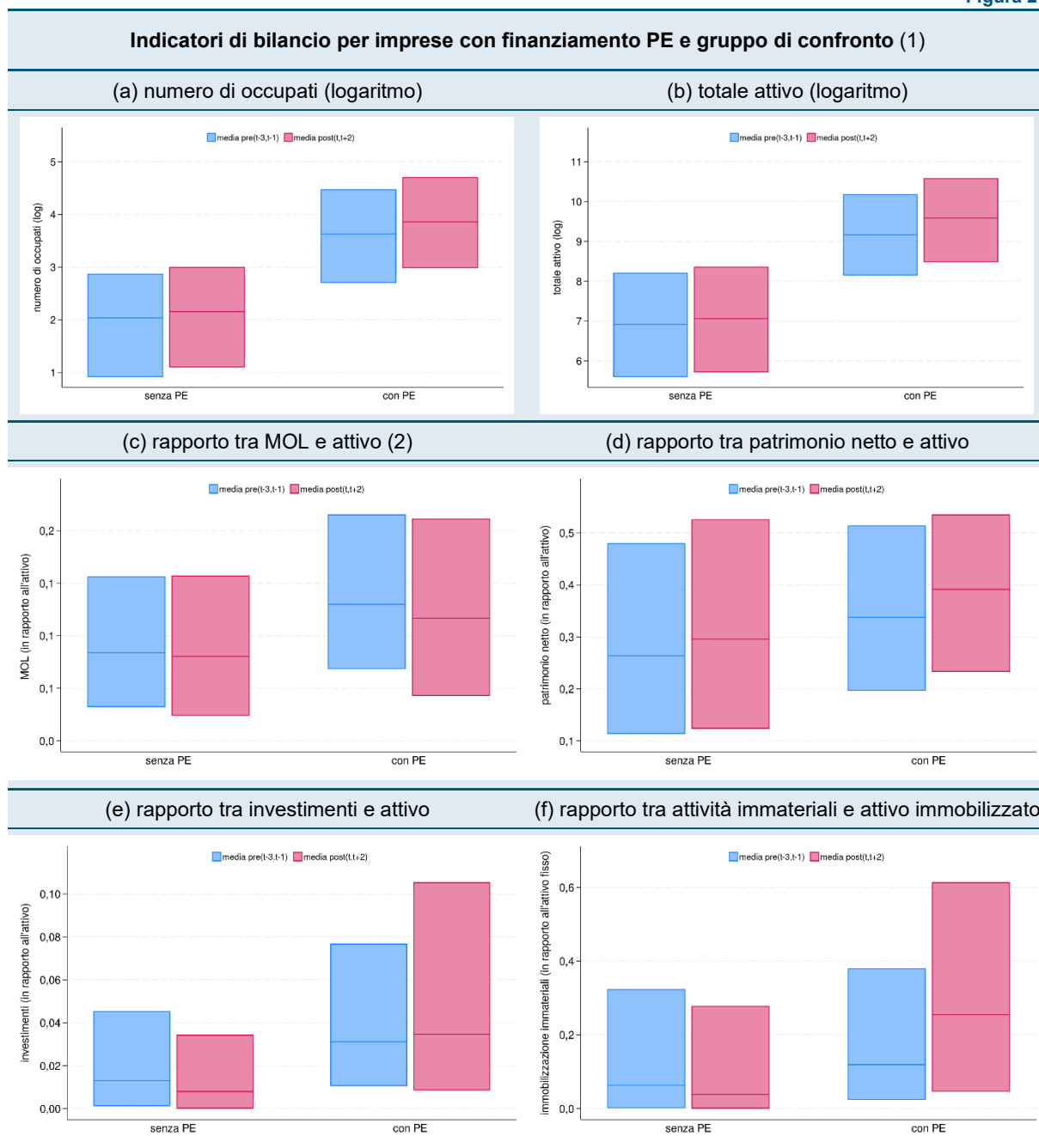
Per valutare le caratteristiche e le differenze associate all'ingresso del PE nel capitale delle imprese, le aziende target sono state comparate con un gruppo di confronto costruito per assicurare corrispondenza rispetto ad alcune caratteristiche osservabili. In particolare, le aziende selezionate per il confronto sono società di capitali per le quali è disponibile il bilancio, che sono localizzate nella stessa provincia, appartengono alla stessa classe dimensionale e operano nello stesso settore di attività (classificazione Ateco a 2 cifre) delle imprese target nell'anno precedente l'investimento di PE. Tale costruzione consente un confronto descrittivo tra imprese osservabilmente simili, senza identificare un effetto causale dell'ingresso del PE.

L'analisi adotta un confronto gli indicatori prima e dopo l'operazione utilizzando finestre triennali. Per ciascuna impresa, sia beneficiaria di PE sia appartenente al gruppo di confronto, si considerano i valori medi di alcuni indicatori nel triennio precedente l'operazione e li si confronta con la media del triennio, includendo l'anno del deal. Sono presi in esame indicatori di dimensione

(numero di occupati e totale dell'attivo), la redditività operativa, la patrimonializzazione e gli investimenti, con particolare riferimento alla quota di immobilizzazioni immateriali sul totale delle immobilizzazioni. Nell'Appendice B, lo stesso esercizio è replicato distinguendo le imprese per classe di rischio, sulla base dello score Cerved.

Nel periodo successivo all'operazione, le imprese target crescono più rapidamente di quelle del gruppo di confronto. Nell'anno dell'investimento e nei due anni successivi, le imprese che ricevono PE mostrano un aumento più marcato sia del numero di occupati sia del totale dell'attivo rispetto alle imprese comparabili (fig. 24, pannelli a-b), indicando una maggiore crescita delle dimensioni osservate.

Figura 24



Fonte: elaborazioni su dati PitchBook, Cerved e INPS.

(1) L'etichetta 'senza PE' si riferisce al gruppo di confronto costituito dalle società di capitali localizzate nelle stesse province, con la medesima classe dimensionale e operanti nel medesimo settore di attività (classificazione Ateco a 2 cifre) delle aziende target ('con PE') al momento dell'investimento; vengono escluse quelle con meno di quattro anni (che verosimilmente sono fuori dal target dei fondi di PE). Si considerano i valori medi nel triennio precedente l'operazione ('media pre(t-3,t-1)') e quelli del triennio composto dall'anno dell'operazione e dai due anni successivi ('media post(t,t+2)'). Gli indicatori sono winsorizzati. – (2) Per l'indicatore MOL/attivo si considera il rapporto tra la media del MOL e la media dell'attivo nei tre anni corrispondenti.

La capacità delle imprese target di generare margini operativi è più elevata e permane tale anche nel periodo successivo all'ingresso del PE (fig. 24, pannello c). Non si osserva tuttavia un incremento del rapporto, suggerendo un aumento del MOL coerente con l'espansione delle attività.

Sotto il profilo finanziario, le imprese target risultano più patrimonializzate già nella fase precedente l'operazione e mostrano un rafforzamento nel periodo successivo all'operazione. Il rapporto tra patrimonio netto e attivo è più elevato rispetto alle imprese di confronto e aumenta dopo l'operazione (fig. 24, pannello d), un andamento coerente, tra le altre possibilità, con l'ingresso di capitale di rischio e con politiche di capitalizzazione e utili trattenuti.

Le imprese con PE presentano una maggiore intensità di investimento, soprattutto nella componente immateriale. I pannelli e-f della fig. 24 indicano che gli interventi sono associati a una più elevata intensità di investimento (rapporto tra investimenti e attivo) e, in particolare, a una maggiore incidenza delle attività immateriali sul totale dell'attivo immobilizzato. Inoltre, emerge un aumento degli investimenti immateriali nel periodo successivo all'operazione.

La crescita dimensionale dopo l'investimento di PE caratterizza sia le imprese target a basso rischio sia quelle a rischio medio-alto. La disaggregazione per classe di rischio conferma un aumento di occupazione e attivo nei tre anni successivi all'investimento per entrambe le tipologie (fig. B4, pannelli a-b, nell'Appendice).

L'aumento degli investimenti, in particolare di quelli immateriali, è invece più comune tra le imprese target meno rischiose, per le quali si osserva anche una riduzione della redditività. Il rafforzamento della patrimonializzazione, al contrario, appare più generalizzato.

5 Conclusioni

L'analisi mostra che, nell'ultimo decennio, il mercato italiano del PE e del VC si è ampliato in misura significativa, ma resta di dimensioni contenute rispetto alle principali economie europee. Il ritardo è particolarmente rilevante nei segmenti più direttamente collegati alla crescita dimensionale delle imprese innovative: gli interventi di *expansion* nel PE e quelli di *later stage* nel VC hanno un peso inferiore rispetto agli altri maggiori paesi europei. Anche sul lato della raccolta, le risorse sono limitate e il contributo degli investitori istituzionali privati è inferiore rispetto a quello osservato in altri paesi europei. La crescita degli investimenti si è accompagnata a un ampliamento della platea di imprese beneficiarie; la selezione risulta fortemente orientata verso settori ad alta intensità tecnologica o di conoscenza.

I mercati privati dei capitali e i mercati azionari sono canali complementari di finanziamento, a sostegno della patrimonializzazione delle imprese e della loro crescita. L'uscita dalle operazioni di PE, raramente effettuata con un collocamento sul mercato azionario, è la fase che consente ai finanziatori di realizzare il rendimento dell'investimento, liberare risorse e reinvestirle in nuove operazioni²¹. L'ingresso in borsa delle imprese è però un passaggio complesso e costoso che solo un numero limitato di aziende ha la possibilità di affrontare. Allo stesso tempo, la possibilità di disinvestire attraverso mercati dei capitali sufficientemente liquidi rappresenta un elemento importante per attrarre investitori specializzati nel capitale di rischio (Cumming, 2008).

Le iniziative più recenti, in Italia e in Europa, mirano a rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali nel finanziamento delle imprese innovative e ad ampliare la capacità del sistema di mobilitare capitale paziente verso imprese in crescita, coinvolgendo gli investitori privati.

²¹ Secondo Espenlaub et al. (2015), gli investimenti effettuati negli Stati Uniti da società del Regno Unito sono liquidati (sia tramite IPO sia mediante operazioni di M&As) più rapidamente di quelli realizzati nel mercato interno grazie alle valutazioni più elevate e alla maggiore liquidità del mercato dei capitali statunitense.

Le riforme regolamentari, come il Listing Act europeo e la riforma italiana del TUF, dovrebbero rendere più semplice l'accesso alla quotazione, ampliando la platea delle imprese potenzialmente interessate. Parallelamente, le iniziative nell'ambito della *Savings and Investments Union* intendono favorire una maggiore canalizzazione del risparmio privato verso investimenti produttivi. Accanto a queste misure, assumono rilievo gli strumenti pubblico-privati volti a mobilitare capitali istituzionali verso fondi specializzati, favorendo la crescita di fondi di dimensioni adeguate e il finanziamento delle imprese tecnologiche anche nelle fasi più avanzate di sviluppo.²²

Nel loro insieme, i diversi interventi vanno nella direzione di rafforzare il mercato dei capitali privati utilizzando strumenti complementari: mercati più accessibili, maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali e del risparmio privato, fondi più grandi e specializzati, capitali con orizzonti temporali coerenti con i percorsi di crescita delle imprese innovative. La disponibilità di capitale paziente appare infatti decisiva per trasformare la crescita recente del comparto in un contributo duraturo alla produttività, alla patrimonializzazione delle imprese e alla capacità innovativa del sistema produttivo.

²² A titolo di esempio, si ricordano la European Tech Champions Initiative della BEI, l'iniziativa francese Tibi, l'iniziativa WIN in Germania e, in Italia, il Fondo Nazionale Strategico Indiretto.

Riferimenti

- Aramonte, S. e F. Avalos (2021), “The Rise of Private Markets”, *BIS Quarterly Review*, December, 69–82.
- Baik, B.K., W.X. Chen e S. Srinivasan (2024), “Private equity and the adoption of digital technologies”, *Harvard Business School Working Paper*, No. 24-070
- Block, J., Y.S. Young, S.N. Kaplan e A. Schulze (2024), “A Survey of Private Debt Funds”, *The Review of Corporate Finance Studies*, 13(2), 335–383.
- Carpinelli, L., F. Natoli e M. Taboga (2026), “From AI investment to GDP growth: An ecosystem view”, *VoxEU.org*.
- Cera, K., A. Ferrante e O.S. Blicke (2025), “Private markets: risks and benefits from financial diversification in the euro area”, *Financial Stability Review*, Focus Section, May 2025. European Central Bank.
- Consob (2026), *Capital Markets in Italy. Economic Report 2025*, gennaio 2026.
- Corrado, C., J. Haskel, C. Jona-Lasinio e M. Iommi (2022), “Intangible Capital and Modern Economies”, *Journal of Economic Perspectives*, 36(3), 3–28.
- Crouzet, N., J.C. Eberly, A.L. Eisfeldt e D. Papanikolaou (2022), “The Economics of Intangible Capital”, *Journal of Economic Perspectives*, 36(3), 29–52.
- Cumming, D. (2008), “Contracts and exits in venture capital finance”, *The Review of Financial Studies*, 21, 1947–1982.
- Dell’Ariccia, G., D. Kadyrzhanova, C. Minoiu e L. Ratnovski (2021), “Bank Lending in the Knowledge Economy”, *The Review of Financial Studies*, 34, 5036–5076.
- Demmou, L. e G. Franco (2021), “Mind the financing gap: Enhancing the contribution of intangible assets to productivity”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1681.
- Espenlaub, S., A. Khurshed e A. Mohamed (2015), “Venture capital exits in domestic and cross-border investments”, *Journal of Banking & Finance*, 53, 215–232.
- Gal, P., J. Hooley, F. Ozturk e F. Unsal (2026), “Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1859.
- Gobbi, G. (2024), “La finanza nell’economia della conoscenza”, *Bancaria*, 11, 1–8.
- Gompers, P., S. N. Kaplan, e V. Mukharlyamov (2016), “What do private equity firms say they do?”, *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449–476.
- Hall, B. e J. Lerner (2010), “The financing of R&D and innovation”, in B. Hall, N. Rosenberg (a cura di), *Handbook of the Economics of Innovation*, Amsterdam, Elsevier, 609–639.
- Haskel, J. e S. Westlake (2018), *Capitalism without Capital*, Princeton, Princeton University Press.
- Ivashina, V. (2021), “When the Tailwind Stops: The Private Equity Industry in the New Interest Rate Environment”, CEPR, *LTI Report*, I.

Ivashina, V. (2025), “The Role of Private Debt in the Financial Ecosystem”, *NBER Working Paper*, No. 34426, October 2025.

Ivashina, V. e J. Lerner (2019), *Patient Capital*, Princeton, Princeton University Press.

Kerr, W.R. e R. Nanda (2015), “Financing Innovation”, *Annual Review of Financial Economics*, 7, 445–462.

Leamon, A. e J. Lerner (2023), *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*, Wiley.

Lerner, J. e R. Nanda (2020), “Venture Capital’s Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn”, *Journal of Economic Perspectives*, 34 (3), 237–61.

Mauboussin, M.J. e D. Callahan (2020), “Public to Private Equity in the United States: A Long-Term Look”, *Consilient Observer*, Morgan Stanley.

Appendice A

Confronto fra le principali fonti statistiche dei dati sul private equity e integrazione informativa del campione

Nel confronto con le principali fonti statistiche sul mercato italiano del private equity è essenziale considerare differenze metodologiche e di classificazione che possono generare scostamenti nei conteggi. In particolare, le statistiche dell'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) seguono una classificazione condivisa a livello europeo e basata sulla piattaforma European Data Cooperative (EDC), nella quale le iniziative di *add-on* non costituiscono una categoria autonoma. Diversamente, il Private Equity Monitor (PEM) della LIUC Business School include esplicitamente le operazioni *add-on* nel monitoraggio annuale del mercato del capitale di rischio. Ne consegue che differenze nel numero di operazioni tra AIFI, PEM e il campione PitchBook non riflettono soltanto la diversa origine dei dati, ma anche perimetri informativi e criteri di classificazione non perfettamente coincidenti (Tavola A1).

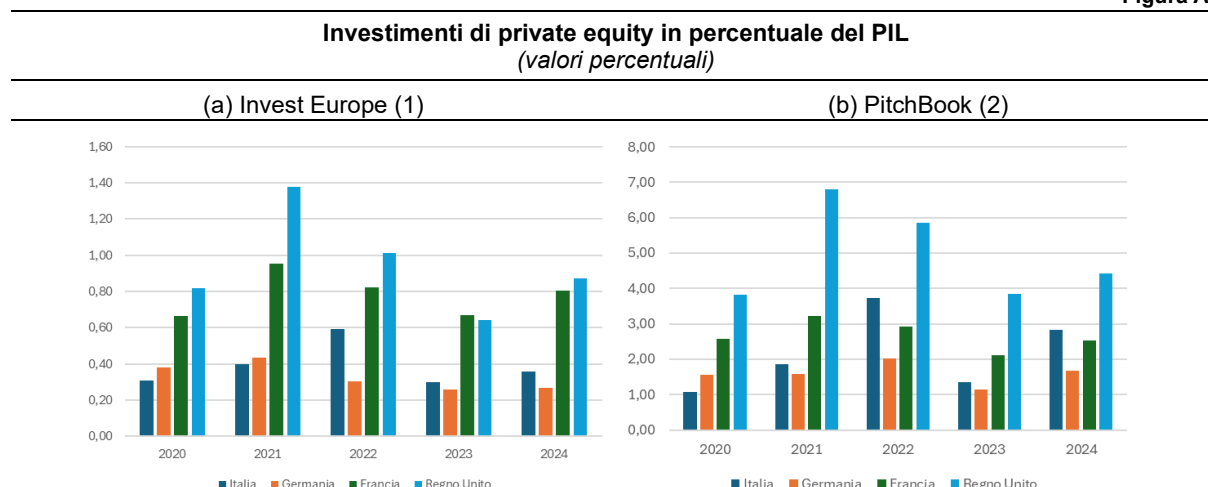
Tavola A1

Confronto tra il campione di analisi e fonti pubbliche sul mercato italiano del private equity. (importi in milioni di euro e unità)							
ANNO	AIFI (1)		Private Equity Monitor, PEM		Campione di analisi di fonte PitchBook (2)		
	importi investiti	numero operazioni	numero operazioni	di cui: <i>add-on</i>	importi investiti	numero operazioni	di cui: <i>add-on</i>
2019	6.443	189	221	46	11.285	236	124
2020	4.897	145	253	97	3.753	228	124
2021	6.441	238	387	145	9.893	373	190
2022	11.785	249	441	210	15.733	418	252
2023	6.463	248	406	201	7.311	376	232
2024	7.814	256	419	215	13.127	411	240
2025	7.221	289	551	293	7.732	429	252

Fonte: AIFI, *Il mercato italiano del private equity e del venture capital* (vari anni); Osservatorio PEM, *Private equity monitor* (vari anni); PitchBook.

(1) Si considerano le sole operazioni di private equity (ripartite tra *expansion*, *buyout*, *turnaround*, *replacement*), non sono ricomprese le transazioni di venture capital e relative al comparto infrastrutture. I valori comprendono anche investimenti in aziende non italiane da parte di operatori locali. – (2) Gli importi si riferiscono a circa il 20 per cento del numero di operazioni.

Figura A1



Fonte: elaborazioni su dati Invest Europe e PitchBook.

(1) Gli investimenti di private equity ricomprendono il perimetro "all private equity" di Invest Europe depurato della componente di venture capital. I dati fanno riferimento alle "market statistics", prendendo dunque come riferimento la posizione delle aziende in portafoglio e non la provenienza dei fondi. – (2) Investimenti di private equity depurati dalla componente di venture capital.

Le differenze tra le fonti risultano più evidenti quando gli investimenti sono rapportati al PIL. Come mostra la figura A1, i dati derivati da PitchBook tendono a restituire livelli più elevati rispetto a quelli di Invest Europe, coerentemente con le differenze di copertura e classificazione discusse in precedenza. Tuttavia, le due fonti identificano un'evoluzione qualitativamente simile del mercato italiano del private equity, caratterizzata da una significativa espansione nel periodo successivo alla pandemia.

Le divergenze osservate tra le fonti vanno quindi lette come il risultato congiunto di coperture informative differenti e di definizioni operative non sovrapponibili delle transazioni. Ad esempio, negli anni più recenti riportati in Tavola A1, il numero di operazioni censite dal PEM risulta sistematicamente superiore a quello AIFI, coerentemente con l'inclusione degli *add-on* e con un perimetro di rilevazione potenzialmente più ampio. Anche rispetto a PitchBook possono emergere scostamenti: da un lato, la piattaforma offre un'elevata granularità sulle singole operazioni; dall'altro, la tassonomia adottata (che distingue *buyout*, *expansion* e *add-on*) può produrre conteggi non immediatamente confrontabili con classificazioni che aggregano tali categorie. In questa prospettiva, la Tavola A1 va interpretata come un confronto "informato" più che come una verifica puntuale di coerenza tra numeri, proprio perché le metriche non misurano esattamente lo stesso oggetto statistico.

Un limite rilevante dei dati PitchBook, ai fini dell'analisi degli importi investiti, è l'assenza quasi sistematica dell'ammontare finanziario delle singole transazioni. Per questa ragione, il campione PitchBook risulta maggiormente adatto a descrivere la dinamica del numero di operazioni, la loro tipologia (inclusi gli *add-on*) e le caratteristiche di imprese e investitori, piuttosto che il confronto sugli aggregati monetari. In altri termini, PitchBook è utilizzato qui come fonte privilegiata per l'analisi "micro" delle transazioni e dei soggetti coinvolti.

Il principale punto di forza del campione PitchBook è la possibilità di integrare le operazioni con informazioni d'impresa grazie all'identificativo fiscale delle aziende target. La presenza del codice identificativo consente di associare alle transazioni le corrispondenti anagrafiche di impresa e di arricchire il quadro informativo con dati economico-finanziari di fonte Cerved e con informazioni sulla dimensione occupazionale di fonte INPS. Questa integrazione permette di passare da una lettura del mercato basata sui soli deal a un'analisi che collega le operazioni alle condizioni "pre-investimento" delle imprese, rendendo possibile studiare eterogeneità per dimensione, redditività, leva finanziaria e capacità di autofinanziamento.

La copertura delle informazioni di bilancio risulta elevata e consente analisi robuste sulle caratteristiche pre-investimento di una quota ampia delle imprese finanziate. Le informazioni contabili sono disponibili per le imprese coinvolte in oltre 3.000 operazioni, pari a circa il 71 per cento del totale, una quota analoga anche restringendo l'attenzione alle aziende al primo investimento nel periodo di analisi. La Tavola A2 sintetizza le principali caratteristiche delle imprese

Tavola A2

Principali caratteristiche di bilancio delle imprese beneficiarie di private equity nel triennio precedente il primo investimento tra il 2006 e il 2025 (1) <i>(valori percentuali laddove non specificato)</i>						
	numero osservazioni	media	primo quartile	Mediana	terzo quartile	deviazione standard
Attivo di bilancio (2)	2.079	52.255	3.543	9.662	26.624	507.996
Dipendenti (3)	2.077	109,1	14,3	36,8	87,1	358,7
Fatturato / dipendenti (4)	2.033	5,6	5,1	5,5	6,1	0,8
Produttività totale dei fattori (4)	2.029	1,0	0,9	1,0	1,1	0,3
MOL / attivo	2.079	14,7	6,9	13,1	21,5	15,0
ROA	2.079	10,8	3,6	9,1	17,2	14,1
Investimenti / attivo	2.079	5,9	1,1	3,1	7,7	8,9
Immobilizzazioni immateriali / totale immobilizzazioni	2.076	24,4	2,3	11,9	38,0	28,1
Patrimonio netto / attivo	2.079	35,5	19,7	33,8	51,4	22,9
Oneri finanziari / MOL	2.079	31,3	0,8	4,0	20,4	63,2

Fonte: PitchBook, Cerved e INPS.

(1) Le variabili sono winsorizzate. – (2) Migliaia di euro. – (3) Numero di dipendenti – (4) In scala logaritmica.

per cui sono disponibili bilanci nel triennio precedente il primo investimento di private equity (circa il 90 per cento delle imprese comuni a PitchBook e Cerved), offrendo una base quantitativa per descrivere il “profilo medio” dei target e la dispersione lungo la distribuzione (quartili e deviazione standard).

Le statistiche descrittive mostrano imprese, in media, profittevoli e con eterogeneità significativa lungo diverse dimensioni economico-finanziarie. Nel triennio precedente l'investimento, gli indicatori di redditività operativa e complessiva (MOL/attivo, ROA) indicano valori medi positivi, mentre le misure di produttività (fatturato/dipendenti, TFP) e di intensità di investimento (investimenti/attivo) suggeriscono una presenza non trascurabile di imprese con capacità di generare risorse e sostenere crescita. Al contempo, la distribuzione del patrimonio netto sul totale attivo e del rapporto tra oneri finanziari e MOL evidenzia un'ampia variabilità, coerente con l'idea che il PE operi su un insieme eterogeneo di target, nei quali possono coesistere elevata performance operativa e profili finanziari più o meno vulnerabili.

Appendice B – Tavole e figure aggiuntive

Tavola B1

Selezione campione operazioni di private equity 2006-25

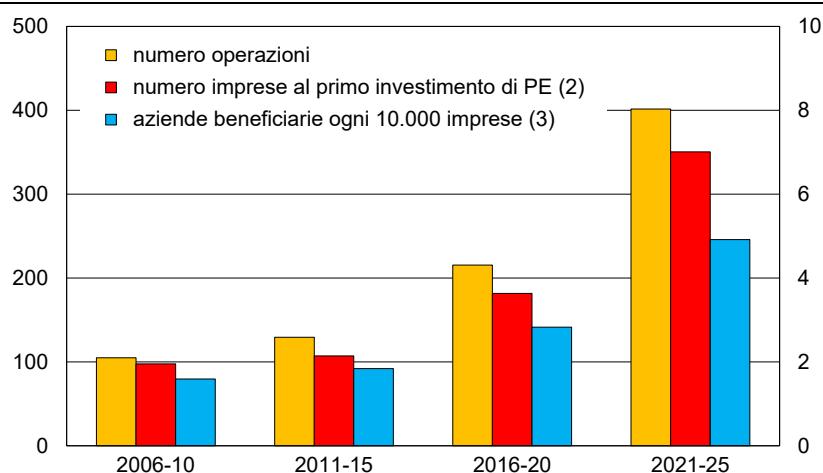
	Unità	Incidenza sull'estrazione iniziale (valori percentuali)
Estrazione iniziale operazioni private equity		
numero di operazioni	4.703	
numero di imprese (1)	4.053	
Operazioni escluse dal campione (2)		
di cui: non completate	447	9,5
su società quotate o relative a delisting	43	0,9
con target imprese del settore finanziario	93	2,0
rientranti nel perimetro del venture capital	202	4,3
cessioni di portafogli di asset finanziari o reali	2	0,0
	133	2,8
Campione di analisi		
numero di operazioni	4.256	90,5
numero di imprese (1)	3.684	90,9

Fonte: PitchBook.

(1) Si considerano le imprese al primo investimento di private equity a partire dal 2004. – (2) Le singole condizioni di esclusione non sono mutualmente esclusive; di conseguenza, la somma delle sottocategorie è superiore al totale delle operazioni escluse dal campione di analisi.

Figura B1

Numero medio annuo di operazioni di PE e di imprese beneficiarie (1)

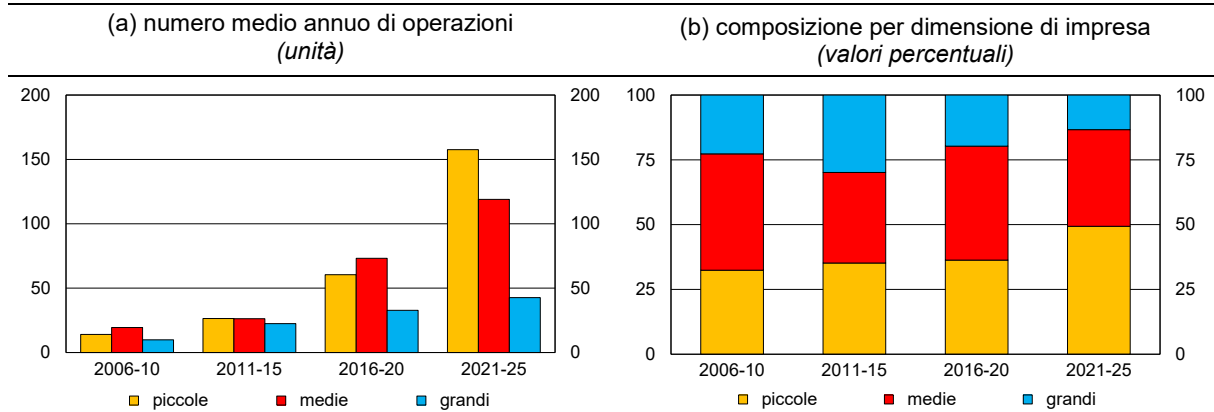


Fonte: elaborazioni su dati PitchBook e Cerved.

(1) Valori medi annui in ciascun periodo. – (2) Si considerano le imprese che hanno ricevuto il primo investimento di private equity a partire dal 2006. – (3) Numero di imprese beneficiarie di almeno un investimento di private equity nel quinquennio rapportato al numero di società di capitali non finanziarie censite in Cerved; per il 2025 si considera la numerosità delle società di capitali censite in Cerved l'anno precedente. Asse di destra.

Figura B2

Numero di operazioni di PE per dimensione delle imprese target (1)

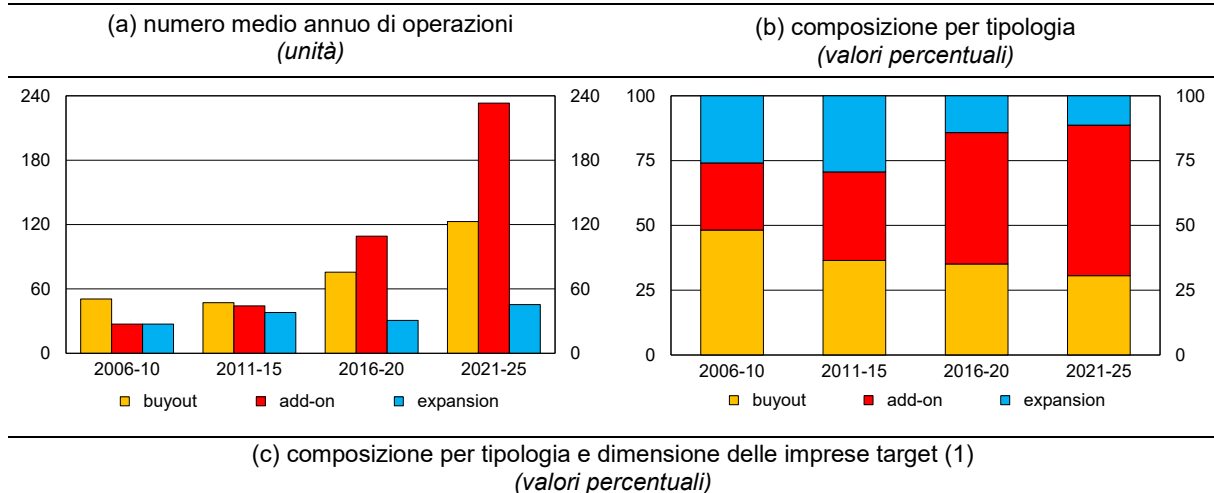


Fonte: elaborazioni su dati PitchBook, Cerved e INPS.

(1) L'informazione sulla dimensione di impresa non è disponibile per tutte le società target degli investimenti di PE.

Figura B3

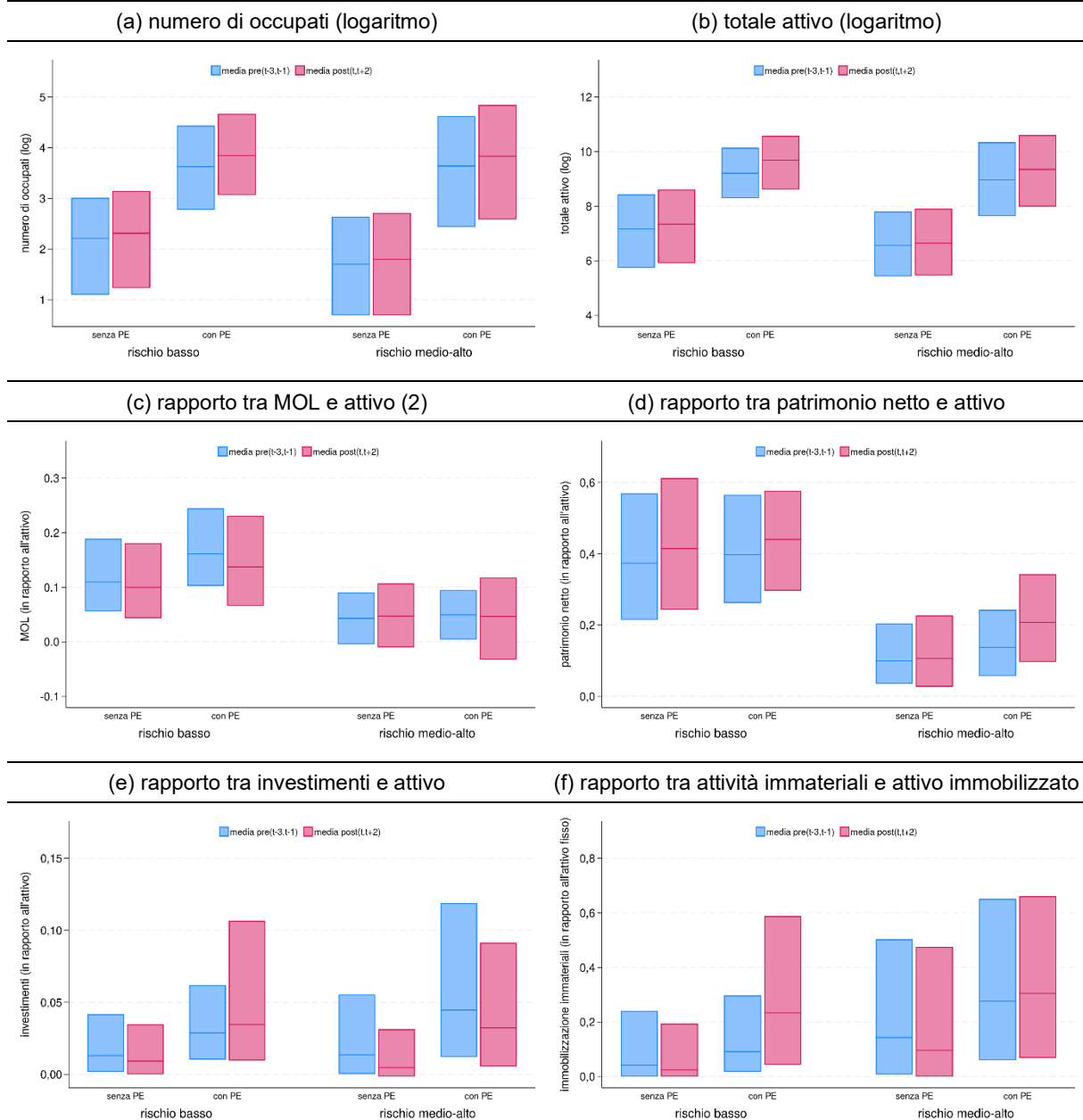
Operazioni di PE per tipologia



Fonte: elaborazioni su dati PitchBook, Cerved e INPS.

(1) L'informazione sulla dimensione di impresa non è disponibile per tutte le società target degli investimenti di PE.

Indicatori di bilancio per rischio delle imprese con finanziamento PE e del gruppo di confronto (1)



Fonte: elaborazioni su dati PitchBook, Cerved e INPS.

(1) L'etichetta 'senza PE' si riferisce al gruppo di confronto costituito dalle società di capitali localizzate nelle stesse province, con la medesima classe dimensionale e operanti nel medesimo settore di attività (classificazione Ateco a 2 cifre) delle aziende target ('con PE') al momento dell'investimento; vengono escluse quelle con meno di quattro anni (che verosimilmente sono fuori dal target dei fondi di PE). L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved e riferito all'anno precedente il deal di PE. Le imprese a rischio basso (medio-alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). Si considerano i valori medi nel triennio precedente l'operazione ('media pre(t-3,t-1)') e quelli del triennio composto dall'anno dell'operazione e dai due anni successivi ('media post(t,t+2)'). Gli indicatori sono winsorizzati. – (2) Per l'indicatore MOL/attivo si considera il rapporto tra la media del MOL e la media dell'attivo nei tre anni corrispondenti.