



Quarant'anni
di private capital:
quale futuro

di
Innocenzo Cipolletta e Anna Gervasoni

Quarant'anni di private capital: quale futuro

di

Innocenzo Cipolletta e Anna Gervasoni

Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio

Periodico di AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

Numero 60 – Anno 2026

Autorizzazione del Tribunale di Milano n. 794 del 23 dicembre 2003
ISSN 1824-4734
ISBN 978-88-238-6343-9

Direttore Responsabile

Anna Gervasoni

Comitato Scientifico

Innocenzo Cipolletta (Presidente)
Gabriele Barbaresco
Mario Benassi
Giampio Bracchi
Fabio Buttignon
Lorenzo Caprio
Maurizio Dallochio
Gian Maria Gros-Pietro
Donato Masciandaro
Elita Schillaci

Comitato di Redazione

Alessandra Bechi
Alessia Muzio
Barbara Passoni

Redazione

AIFI – Via Pietro Mascagni, 7 – 20122 Milano
tel. +39 02 7607531 – fax +39 02 76398044
E-mail: quaderni@aifi.it – Web: www.aifi.it

Progetto grafico di copertina e degli interni

Studio Tragni, Milano

Impaginazione

Corpo4 Team, Milano

Stampa

Logo S.p.A. – Borgoricco (Pd)

Copyright

© Egea S.p.A. Via Salasco, 5 – 20136 Milano

Tutti i diritti riservati.

Tutti i diritti sono riservati, compresi la traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione, la comunicazione al pubblico e la messa a disposizione con qualsiasi mezzo e/o su qualunque supporto (ivi compresi i microfilm, i film, le fotocopie, i supporti elettronici o digitali), nonché la memorizzazione elettronica e qualsiasi sistema di immagazzinamento e recupero di informazioni. Nessuna parte di questo libro può essere utilizzata o riprodotta in alcun modo allo scopo di addestrare tecnologie o sistemi di intelligenza artificiale. Quest'opera è tutelata dal text e data mining (articolo 4, paragrafo 3, della direttiva (UE) 2019/790). Per altre informazioni o richieste di riproduzione si veda il sito www.egeaeditore.it.

Finito di stampare nel mese di giugno 2026

Questo numero è stato chiuso in redazione il 17 giugno 2026

L'autore

Innocenzo Cipolletta è Presidente di AIFI, di AIE (Associazione Italiana Editori), di Inpiù SpA (notiziario di commenti economici e politici) e membro del Consiglio Direttivo di FeBAF (Federazione delle associazioni della finanza, come ABI, ANIA, AIFI, Assogestioni e altre) e di Assonime (Associazione fra le Società Italiane per Azioni). Riveste il ruolo di membro del CdA di Laterza S.p.A., della Fondazione Censis e del Consiglio Direttivo dell'Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito (ANSPC). È stato Presidente di FeBAF (dal 2021 al 2022) e Presidente di Assonime (dal 2017 al 2021). In precedenza, è stato Presidente di UBS Italia Corporate Finance, di Ferrovie dello Stato, di Marzotto spa, oltre ad aver ricoperto il ruolo di Direttore Generale di Confindustria e di segretario tecnico dell'ISCO. Come docente universitario, ha avuto incarichi d'insegnamento all'Università La Sapienza di Roma (Facoltà di Scienze Statistiche), all'Università di Reggio Calabria, alla Cesare Alfieri di Firenze, e alla LUISS Guido Carli di Roma. È stato presidente dell'Università di Trento. Nel 1993, è stato inoltre insignito dal Presidente della Repubblica dell'onorificenza di Cavaliere di Gran Croce.

Innocenzo Cipolletta is Chairman of AIFI, AIE (the Italian Publishers Association), and Inpiù S.p.A. (a newsletter providing economic and political commentary). He is also a member of the Executive Board of FeBAF (the Federation of Financial Associations, including ABI, ANIA, AIFI, Assogestioni, and others) and of Assonime (the Association among Italian Joint-Stock Companies). He serves as a member of the Board of Directors of Laterza S.p.A., the Censis Foundation, and the Executive Board of the National Association for the Study of Credit Issues (ANSPC). He previously served as Chairman of FeBAF (2021-2022) and Chairman of Assonime (2017-2021). Earlier in his career, he was Chairman of UBS Italia Corporate Finance, Ferrovie dello Stato, and Marzotto S.p.A., as well as General Director of Confindustria and Technical Secretary of ISCO. As a university professor, he held teaching positions at Sapienza University of Rome (Faculty of Statistical Sciences), University of Reggio Calabria, Cesare Alfieri in Florence, and LUISS Guido Carli in Rome. He also served as President of the University of Trento. In 1993, he was awarded the honor of Knight Grand Cross of the Order of Merit of the Italian Republic by the President of the Republic.

Anna Gervasoni è Direttore Generale di AIFI, Rettore dell'Università Cattaneo-LIUC, dove è Professore Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese. Presso la LIUC Business school dirige i master universitari MAPE, in Private Equity e MAFIN, in Fintech e pagamenti digitali. Dirige EXSUF, Center of Excellence di UNECE – United Nations Economic Commission for Europe – e LIUC sulla finanza sostenibile per le infrastrutture e smart cities. È consigliere indipendente di Banca Mediolanum SpA, Lu.Ve. SpA, SOL SpA. Membro e Vicepresidente del Comitato di consultazione di Borsa Italiana SpA. Membro del Consiglio Direttivo di FeBAF – Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza e Co-Chair del dialogo bilaterale italo-britannico sui servizi finanziari. Dottore Commercialista, è iscritta all'Albo dei Revisori Legali dei Conti.

***Anna Gervasoni** is Chief Executive of AIFI, and Rector of Università Cattaneo–LIUC, where she is Full Professor of Business Administration and Management. At LIUC Business School, Professor Gervasoni is Director of the Master’s programs MAPE, in Private Equity and MAFIN, in Fintech and Digital Payments. She also leads the Center of Excellence established by UNECE – the United Nations Economic Commission for Europe – and LIUC on sustainable finance for infrastructure and smart cities. She serves as Independent Board Member of Banca Mediolanum S.p.A., Lu-Ve S.p.A., and SOL S.p.A. Member and Vice-Chair of the Advisory Committee of Borsa Italiana SpA. Member of the Executive Board of FeBAF – the Italian Federation of Banks, Insurance Companies and Finance – and Co-Chair of the Italy–UK bilateral dialogue on financial services. Chartered Accountant, she is registered in the Italian Register of Statutory Auditors.*

Il Quaderno è frutto di un lavoro collegiale di tutto il team AIFI, che ringraziamo.

Indice

Abstract	7
Introduzione	9
1. La nascita del mercato e lo sviluppo dell'attività associativa	11
1.1 Dagli albori del mercato ai più recenti sviluppi	11
2. L'evoluzione dell'ecosistema economico-finanziario internazionale e domestico	13
2.1 Quadro generale	13
2.2 Le famiglie e il risparmio privato	13
2.3 Le imprese e gli imprenditori	15
2.4 Il settore creditizio e le banche	16
2.5 Il mercato dei capitali	18
3. L'evoluzione del mercato del private equity, venture capital e private debt	21
3.1 Quadro generale e caratteristiche degli operatori	21
3.2 La raccolta	24
3.3 Gli investimenti e la creazione di valore	27
3.4 I disinvestimenti	31
3.5 Il mercato del private debt	35
4. Tecnologia e regolamentazione: come la transizione digitale e l'evoluzione normativa stanno riscrivendo le regole del settore	37
4.1 L'impatto dell'innovazione tecnologia sul ciclo del capitale	37
4.2 Il ruolo del legislatore e l'evoluzione normativa in atto	38
Bibliografia	43

Abstract

Dai suoi albori ad oggi, il mercato italiano del private capital ha attraversato fasi di profonda evoluzione, trasformandosi progressivamente da segmento finanziario di nicchia a componente sempre più strutturale del sistema economico e produttivo nazionale. In questo percorso, AIFI ha svolto un ruolo centrale nel promuovere la crescita dell'industria, accompagnandone lo sviluppo sotto il profilo istituzionale, normativo e culturale. Il Quaderno ripercorre le principali tappe che hanno caratterizzato l'evoluzione del mercato italiano del *private equity*, *venture capital* e *private debt*, concentrando la propria attenzione sulle dinamiche economico-normative che stanno oggi ridefinendo l'industria del private capital a livello internazionale e domestico. Particolare attenzione è dedicata all'evoluzione del rapporto tra risparmio privato, sistema bancario, mercati dei capitali ed economia reale, evidenziando come i cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario globale dell'ultimo decennio abbiano favorito il progressivo rafforzamento del ruolo del capitale privato nel sostegno alla crescita, all'innovazione e alla competitività delle imprese nazionali.

From its early beginnings to the present day, the Italian private capital market has undergone profound phases of evolution, progressively transforming from a niche financial segment into an increasingly structural component of the national economic and productive system. Throughout this journey, AIFI has played a central role in fostering the growth of the industry, supporting its development from an institutional, regulatory, and cultural perspective. This publication retraces the key milestones that have shaped the evolution of the Italian private equity, venture capital, and private debt market, focusing on the economic and regulatory dynamics that are currently redefining the private capital industry at both the international and domestic levels. Particular attention is devoted to the evolving relationship between private savings, the banking system, capital markets, and the real economy, highlighting how the changes that have taken place in the global financial system over the past decade have contributed to the gradual strengthening of private capital's role in supporting the growth, innovation, and competitiveness of Italian companies.

Introduzione

Il Quaderno scritto in occasione dei primi quarant'anni di attività di AIFI nasce dal desiderio di ripercorrere la storia recente del mercato rappresentato dall'Associazione, nel tentativo di intercettare le direttrici di trasformazione che ne hanno accompagnato l'evoluzione e restituire un quadro organico dei trend emergenti e delle sfide che attendono il settore negli anni a venire.

Dal 1986 ad oggi, AIFI – nata come l'*Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento nel Capitale di Rischio*, oggi *Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt* – è stata testimone di uno sviluppo che ha contribuito a trasformare il mercato italiano del capitale di rischio da nicchia di investimento a infrastruttura sempre più strategica per il tessuto imprenditoriale del Paese. Alla nascita dell'Associazione, gli operatori soci AIFI erano appena 15, i capitali raccolti 141 milioni di lire e gli investimenti ammontavano a 53 milioni di lire. Da allora, il numero di soci ha raggiunto i 190, i capitali raccolti hanno superato gli 80 miliardi di euro e quelli investiti hanno sfiorato i 170 miliardi di euro.

Nel corso di questo ampio arco temporale, il mercato italiano del *private capital* ha attraversato fasi alterne di crescita e rallentamento, dimostrando una significativa capacità di adattamento ai cambiamenti dello scenario economico e finanziario internazionale. Pur evolvendosi in linea con le principali tendenze globali, il settore ha mantenuto un forte legame con le caratteristiche del tessuto imprenditoriale nazionale, elemento che ne rappresenta uno dei principali punti di forza.

Rispetto alle origini, il mercato si presenta oggi molto più maturo e articolato: aumentano gli operatori e le professionalità coinvolte, crescono le dimensioni dei portafogli e assumono un ruolo sempre più rilevante segmenti come *venture capital* e *private debt*. Parallelamente, si rafforza l'interesse degli investitori internazionali verso le imprese italiane, mentre l'innovazione tecnologica e approcci sempre più operativi alla creazione di valore stanno trasformando le modalità di investimento e gestione delle partecipazioni.

La maturazione del mercato sotto il profilo dimensionale si è accompagnata ad una crescente attenzione legislativa: AIFI ha contribuito alla promozione di numerosi interventi normativi, che negli anni hanno funto da abilitatori dello sviluppo del mercato anche sotto i profili strutturale e istituzionale, in quanto orientati alla costruzione di un modello di finanziamento dell'economia meno bancocentrico e maggiormente fondato sulla capacità dei mercati privati di intercettare e riallocare il risparmio verso investimenti produttivi di lungo periodo.

Nel descrivere la parabola evolutiva del settore e gli sviluppi normativi che ne hanno accompagnato la crescita negli ultimi decenni, questa pubblicazione intende offrire una lettura critica del contesto economico-finanziario di riferimento e delle principali trasformazioni in corso nel mercato, con l'obiettivo di restituire una visione d'insieme dei grandi driver destinati a ridefinire le logiche del *private capital* di oggi e di domani.

È questa l'occasione per ringraziare tutti coloro che hanno contribuito all'affermazione dell'Associazione quale punto di riferimento istituzionale del settore, a partire dai Presidenti che si sono succeduti nel corso degli anni – Marco Vitale, Claudio Demattè, Giampio Bracchi e Innocenzo Cipolletta – insieme a tutto lo staff, che ha sempre lavorato con passione, competenza e spirito di servizio per il successo dell'attività associativa.

1. La nascita del mercato e lo sviluppo dell'attività associativa

1.1 Dagli albori del mercato ai più recenti sviluppi

Le origini dell'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate sono da ricercarsi oltreoceano, dove, a partire dagli anni Quaranta del secolo scorso, forme ancora embrionali di operatori ad essa dediti iniziarono a fare la propria comparsa sul mercato finanziario nordamericano. Questi si strutturavano quali fondi di investimento chiusi, le cui quote venivano sottoscritte principalmente da persone fisiche. Tuttavia, è solo nel 1958 che venne fondata la prima *Venture Capital Limited Partnership*, specializzata in quella particolare attività di *private equity* volta al finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del ciclo di vita. La sua rilevanza storica risiede nella forma giuridica adottata, che rappresenta, ancora in epoca attuale, la forma ufficiale attraverso la quale gli operatori di *private equity* si strutturano nei Paesi di diritto anglosassone, primi fra tutti USA e UK.

In Europa, lo sviluppo del *private equity* ha seguito, seppur con un certo ritardo, la dinamica nordamericana, la cui influenza risultava particolarmente permeante nel Regno Unito, dove l'apparato normativo e fiscale vigente garantiva ampia flessibilità e agevolazioni per i *general partners*. Tuttavia, la nascita di un vero e proprio mercato europeo del *private equity* è convenzionalmente fatta risalire agli anni Ottanta, quando l'attività di investimento nel capitale di rischio aziendale raggiunse anche buona parte dell'Europa continentale, tra cui Francia, Germania, Belgio e Paesi Bassi. Un forte impulso all'intero settore è stato dato dal riconoscimento della rilevanza delle operazioni in esame da parte della Commissione delle Comunità Europee, atto che ha portato alla nascita della *European Venture Capital Association*, attuale *Invest Europe*.

Per ciò che concerne il mercato italiano, l'avvio del settore si inserisce in un contesto economico-finanziario caratterizzato da grandi cambiamenti. Gli anni Cinquanta e Sessanta furano contraddistinti a livello internazionale dal boom economico successivo alla Seconda Guerra Mondiale e anche l'Italia visse una fase di fortissima espansione economica industriale, in molti casi trainata da un elevato ricorso all'indebitamento. La crisi successiva e la conseguente esplosione dell'inflazione resero di fatto insostenibile il ricorso al capitale di debito, fornendo una spinta allo sviluppo dei fondi di investimento. Un ulteriore stimolo alla nascita del settore arrivò dallo scenario internazionale e in particolare dagli Stati Uniti, dove ormai da alcuni anni erano presenti strumenti di investimento nel capitale di rischio.

In questo contesto, nel 1986 la nascita di AIFI rappresenta convenzionalmente l'avvio del mercato del *private equity* in Italia: l'Associazione era stata istituita con l'obiettivo di riconoscere formalmente l'attività di investimento nel capitale di rischio svolta da operatori professionali e specializzati e dare una voce istituzionale alla volontà comune di costituire e sviluppare un mercato italiano del capitale di rischio. A partire da quella data, il panorama nel quale gli investitori nel capitale di rischio si sono trovati a operare ha subito continue evoluzioni, con molteplici cambiamenti sia nel profilo e nelle caratteristiche degli operatori, sia nelle modalità di intervento, oggi più articolate, per meglio adattarsi alle sempre più complesse esigenze delle imprese domestiche.

Nella prima metà degli anni Ottanta, in un periodo di particolare diffidenza della nostra normativa

verso questa specifica attività, i primi soggetti attivi del mercato italiano del *private equity* e *venture capital* sono stati sicuramente alcuni operatori di emanazione privata che, con la formula organizzativa della finanziaria di partecipazione, cominciarono a riversare capitali propri o raccolti presso un ristretto numero di soci verso il sistema delle piccole e medie imprese. Successivamente, verso la fine dello stesso decennio, è stato il sistema bancario, svincolato da una precedente legge particolarmente restrittiva, ad affacciarsi sul mercato, prima attraverso società specializzate, poi, direttamente, con divisioni interne alle banche. Negli stessi anni iniziarono a entrare nel mercato alcuni operatori pan europei e internazionali, che portarono i primi cosiddetti *mega deal* verso la fine degli anni Novanta. Le divisioni bancarie, invece, dopo il 2000 diminuirono drasticamente per effetto della costituzione, da parte degli stessi gruppi creditizi, di veicoli dedicati. Successivamente, le Sgr di derivazione bancaria lasciarono spazio alla nascita di quelle indipendenti, molte delle quali create da *team* di *manager* che avevano già maturato le prime esperienze e consolidato il proprio *track record*. Le banche videro in quegli anni il passaggio da operatore diretto a investitore indiretto, fornendo capitali significativi ai fondi di *private equity* di matrice indipendente che nel frattempo si erano diffusi nel mercato. Attualmente, le principali categorie di investitori professionali attive nel settore sono rappresentate da fondi chiusi gestiti da Sgr, Sicaf, operatori internazionali e solamente in minima parte banche italiane e loro sussidiarie. Alle strutture più tradizionali si sono aggiunti anche soggetti come *club deal*, *family office*, *holding* finanziarie e *search fund*, che rispondono alla domanda di famiglie imprenditoriali e di grandi patrimoni privati di partecipare direttamente agli investimenti e sono caratterizzate da un modello più flessibile e meno formalizzato.

Analizzando il numero degli associati AIFI si nota come i primi dieci anni del settore furono caratterizzati da una sostanziale stabilità, accompagnata da una dimensione limitata, con circa 30 soggetti attivi. A partire dagli anni Novanta si è osservata una crescita molto rapida, concomitante allo sviluppo delle Sgr di fondi italiani, ulteriormente accentuata dal fenomeno della “*new economy*”. La grande attenzione verso gli investimenti *high tech*, infatti, ha portato nei primi anni Duemila alla nascita di nuovi operatori, fenomeno che ha visto un rallentamento negli anni successivi allo scoppio della bolla. Dopo questa fase il numero di soci AIFI è tornato a crescere in modo costante, con la nascita di nuovi soggetti, soprattutto dedicati all’attività di *private equity* rivolta alle imprese del *mid market*. Dal 2011 si è osservato una riduzione, con alcuni operatori che hanno cessato la propria attività e il consolidamento di altri, con processi di fusione e aggregazione. Qualche gestore internazionale negli anni dopo le crisi, in primis quella dei *subprime* e poi quella del debito sovrano europeo, ha chiuso una o più sedi, tra cui quella italiana, nonostante l’interesse per gli investimenti nel nostro Paese sia sempre rimasto elevato. Tutto questo ha fatto in modo che nel periodo 2016-2017 il numero di soci si sia attestato ad un livello piuttosto basso, di poco superiore a quello precedente la crisi. Negli ultimi anni, invece, si è osservata una crescita importante, trainata dalla nascita di qualche nuovo soggetto, dallo sviluppo del comparto del *private debt*, ma anche e soprattutto dall’adesione di molti gestori internazionali, alcuni dei quali si sono nuovamente insediati nel nostro Paese. Per dare un’indicazione di questo andamento, nel 2016 i soci paneuropei, nella maggior parte dei casi di matrice anglosassone, rappresentavano circa il 20% del totale, oggi sono oltre 60, circa un terzo dell’intera compagine associativa, e provengono da 13 Paesi, anche al di fuori dell’Europa.

Il progressivo consolidamento del mercato si è riflessa nell’evoluzione dell’identità associativa. Già nel 2003, AIFI modificava la propria denominazione in *Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital*, adottando una terminologia in linea con quella delle principali associazioni internazionali e maggiormente focalizzata sull’oggetto dell’attività di investimento. Successivamente, lo sviluppo del *private debt* ha portato a un ampliamento del perimetro di rappresentanza dell’Associazione, che nel 2014 è divenuta *Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, a testimonianza di una visione sempre più inclusiva dell’intero ecosistema dei mercati privati e della crescente convergenza tra le diverse *asset class* che lo compongono.

2. L'evoluzione dell'ecosistema economico-finanziario internazionale e domestico

2.1 Quadro generale

Prima di ripercorrere gli sviluppi che nell'ultimo decennio hanno caratterizzato l'esperienza del mercato internazionale e domestico del capitale di rischio, si pone l'attenzione sull'evoluzione globale del contesto economico-finanziario di riferimento per gli operatori del settore. In particolare, si farà cenno ai principali mutamenti che hanno interessato il risparmio privato, le imprese non finanziarie, il settore bancario e il mercato borsistico, le cui interrelazioni sono state capaci di generare le precondizioni necessarie alla crescita dei mercati privati cui si va assistendo oggi.

2.2 Le famiglie e il risparmio privato

Negli ultimi venticinque anni, la ricchezza finanziaria globale è cresciuta in modo marcato e costante, con un tasso medio annuo superiore al 3%. Solo nel 2024, il patrimonio mondiale delle famiglie è aumentato del 4,6%, superando l'incremento del 4,2% dell'anno precedente e confermando il ruolo sempre più centrale del risparmio privato quale pilastro portante del sistema economico-finanziario internazionale. A contribuire al rialzo è stato prevalentemente il continente americano, con un incremento dell'11%, nettamente superiore rispetto al solo 3% europeo¹. Similmente, il patrimonio finanziario delle famiglie italiane ha superato per la prima volta i 6.000 miliardi di euro, in crescita di oltre l'85% rispetto al 2005².

Alla base di questa espansione vi sono soprattutto la crescita dei mercati finanziari, lo sviluppo dei settori *high-tech* e *fin-tech* e l'apprezzamento dei valori immobiliari, che negli ultimi venticinque anni ha contribuito a portare molti patrimoni netti sopra il milione, senza bisogno di iniziative imprenditoriali di successo o investimenti azionari di rilievo. Si tratta del fenomeno degli “*everyday millionaires*”, inedita categoria di ricchi, il cui numero è più che quadruplicato dal 2000 a oggi, arrivando a toccare i 52 milioni nel mondo, per una ricchezza aggregata di 107.000 miliardi di dollari³. In questo scenario, anche l'Italia partecipa al fenomeno, arrivando nel 2026 a collocarsi al sesto posto tra i primi Paesi al mondo per numero di miliardari. Ciò senza contare il flusso crescente di HNWI che ogni anno sceglie di trasferire i propri patrimoni dall'estero, alla ricerca di una più elevata qualità di vita, ottimizzazione fiscale e stabilità geopolitica. Solo nel 2025, oltre 140.000 milionari nel mondo hanno cambiato Paese di residenza, più che in qualsiasi anno passato: l'Italia ne ha accolti oltre 3.600, posizionandosi tra le mete più attrattive su scala globale dopo Emirati Arabi Uniti e Stati Uniti. Protagonista indiscussa di tale “ondata migratoria” è la città di Milano, tanto da arrivare a registrare il più alto tasso di residenti milionari al mondo: 1 ogni 12⁴.

¹ UBS (2025a)

² Banca d'Italia e Istat (2025)

³ UBS (2025a)

⁴ Henley & Partners (2025b)

Il fenomeno della mobilità dei capitali è in grado di esercitare effetti tutt'altro che indifferenti sull'economia reale – consumi, investimenti finanziari, creazione di nuove imprese – e contribuisce a consolidare il ruolo del Paese quale polo della finanza europea e mondiale, plasmando i servizi del *private banking* e del *wealth management* e dando nuova linfa ad attori emergenti della gestione patrimoniale, primi fra tutti i *family office*.

Nel panorama internazionale, tali strutture di matrice familiare stanno beneficiando della crescita della ricchezza e della sua progressiva concentrazione, affermandosi con sempre maggior forza come nuovi protagonisti dei mercati finanziari. Nel mondo, si contano oggi oltre 8.000 *single family office*, in aumento del 31% dal 2019, con *asset* complessivi stimati in circa 5,5 trilioni di dollari (+67%)⁵. Anche i *family office* italiani – 244 al 1° giugno 2025, +10,4% su base annua – pur mantenendo un profilo di rischio più prudente rispetto alle controparti internazionali, iniziano a manifestare una crescente apertura verso i mercati privati: *private equity*, *venture capital*, *real assets* e anche *private debt* sono sempre più presenti nelle loro strategie di investimento, grazie anche al crescente coinvolgimento crescente della *next gen* nelle scelte allocative e alla sua naturale propensione verso strumenti più innovativi e orientati alla crescita⁶.

La crescita dei patrimoni privati in Italia è strettamente legata alla composizione dei portafogli familiari e all'emergere di nuove dinamiche allocative. Fino ai primi anni 2000, gli strumenti di investimento privilegiati erano fondi comuni, Sicav, prodotti assicurativi e previdenziali, titoli di Stato e gestioni patrimoniali tradizionali, in un contesto ancora fortemente orientato alla delega di gestione e caratterizzato da rendimenti obbligazionari stabili e volatilità contenuta, che favorivano soluzioni standardizzate e un ruolo limitato dell'investimento diretto⁷. Le trasformazioni degli ultimi vent'anni hanno ridefinito profondamente il significato stesso di risparmio e le dinamiche allocative ad esso associate. Oggi, il risparmio non è più interpretato come mera accumulazione di ricchezza, ma come strumento funzionale a garantire stabilità economica, protezione e raggiungimento di obiettivi specifici⁸. Guardando alla composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, emerge con chiarezza una graduale riduzione della liquidità improduttiva a favore di un rafforzamento degli investimenti finanziari più dinamici, primi fra tutti *equity* diretto, quote di fondi comuni di investimento e titoli obbligazionari, strumenti che nel loro insieme hanno contribuito al record di risparmio privato registrato dal Paese negli ultimi mesi⁹. In questo contesto, continua anche a crescere l'interesse per ETF, investimenti sostenibili, piattaforme digitali e, in misura ancora limitata, criptovalute e *asset alternativi*¹⁰.

Un ulteriore fenomeno strutturale destinato a influenzare il risparmio nei prossimi anni è la *longevity revolution*, legata al rapido invecchiamento della popolazione del Paese. In particolare, lo scenario descritto favorisce lo sviluppo della *silver economy* e aumenta la domanda di strumenti finanziari orientati a sicurezza e liquidità, come assicurazioni, rendite e previdenza integrativa. Al contempo, il *longevity risk* rende sempre più centrale la pianificazione finanziaria e la costruzione di portafogli capaci di bilanciare rendimento, protezione e sostenibilità per garantire un'adeguata copertura del fabbisogno di risorse nel lungo periodo.

⁵ Deloitte Private (2024)

⁶ Politecnico di Milano (2025a)

⁷ Focus Risparmio (2026)

⁸ Acri e Ipsos (2025)

⁹ Banca d'Italia e Istat (2025)

¹⁰ Forum per la finanza sostenibile e Ipsos (2025)

2.3 Le imprese e gli imprenditori

Negli ultimi anni, il sistema imprenditoriale italiano ha attraversato una profonda trasformazione della propria struttura finanziaria, allontanandosi progressivamente dal tradizionale modello banco-centrico verso un assetto più diversificato e patrimonializzato.

Nel 2025, i debiti finanziari delle imprese sono scesi a circa il 58% del PIL, il livello più basso degli ultimi vent'anni e nettamente inferiore alla media dell'area euro (103,5%). Parallelamente, la leva finanziaria si è ridotta al 29,5%, primariamente grazie al rafforzamento del patrimonio netto attraverso autofinanziamento, rivalutazioni e maggiore accumulazione di capitale¹¹. Questi dati riflettono non solo una riduzione dell'indebitamento, ma anche una maggiore attenzione alla sostenibilità finanziaria, portando alla luce un sistema imprenditoriale più patrimonializzato e, in linea teorica, più resiliente agli *shock* macroeconomici. Dopo la crisi finanziaria del 2008, il credito bancario ha infatti progressivamente perso centralità, lasciando spazio a fonti alternative di finanziamento, prime fra tutte capitali non bancari e risorse estere. A fronte di un contesto caratterizzato da incertezza macroeconomica e minore propensione agli investimenti, il fenomeno descritto riflette sia una domanda più prudente da parte delle imprese, che una crescente selettività degli istituti di credito¹², particolarmente evidente nei confronti di PMI e operazioni caratterizzate da maggiore discontinuità strategica e finanziaria, quali acquisizioni, *turnaround*, internazionalizzazione e operazioni di finanza straordinaria.

In questo scenario, si osserva una crescente apertura verso i mercati dei capitali. Nel 2025, il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese ha raggiunto il massimo storico del 17%, con un'incidenza sul PIL passata da 1 punto percentuale a oltre il 10% solo negli ultimi 3 anni, dopo essersi mantenuta relativamente stabile per oltre un decennio¹³. Questi dati evidenziano un graduale avvicinamento delle aziende italiane al mercato obbligazionario, seppur tale apertura resti ancora concentrata nelle aziende di maggiori dimensioni. Più debole appare invece il contributo del mercato azionario, ormai strutturalmente caratterizzato da un numero limitato di nuove quotazioni, da *delisting* superiori alle nuove ammissioni e da una ridotta profondità del listino rispetto a gran parte delle borse europee.

Le possibilità di finanziamento offerte dal mercato pubblico rimangono pertanto contenute, in un contesto in cui le imprese nazionali si ritrovano a dover affrontare una molteplicità di sfide, potenzialmente fatali, che richiedono una crescente capacità di accesso a capitali pazienti e competenti per essere affrontate. Questa evoluzione assume ancor più rilievo se si considera che la quasi totalità del tessuto produttivo del Paese è composta da PMI a controllo familiare, responsabili di oltre il 65% del PIL e di quasi l'80% dei livelli di occupazione nazionali¹⁴. Proprio all'interno di queste realtà si sta concentrando una delle principali sfide strategiche dei prossimi anni: il passaggio generazionale. Dal 2010 a oggi, si sono registrati oltre 2.000 passaggi generazionali, con una forte accelerazione dopo il 2020, quando si è passati da una media di 98 operazioni annue (2010-2019) ad una di circa 192. Alla base del fenomeno vi sono sia fattori demografici – che rendono inevitabile il trasferimento delle responsabilità – sia il progressivo ingresso di una nuova generazione di imprenditori, caratterizzata da livelli di istruzione più elevati, esperienze professionali maturate all'esterno dell'impresa familiare, maggiore esposizione internazionale e una naturale familiarità con le tecnologie digitali. La loro maggiore apertura alla managerializzazione, all'innovazione e all'ingresso di competenze esterne rappresentano oggi elementi cruciali a favorire l'affermazione delle imprese del territorio nel panorama internazionale. Nonostante ciò, il processo di transizione continua a essere ampiamente

¹¹ Banca d'Italia (2026)

¹² Banca Centrale Europea (2026b)

¹³ Banca d'Italia (2026)

¹⁴ Istat (2025a)

sotto-gestito. Nel prossimo decennio una quota significativa delle imprese familiari italiane – tra il 30% e il 50% – sarà interessata da un ricambio generazionale, ma solo una minoranza dispone oggi di un piano formale per affrontarlo. Le conseguenze possono essere rilevanti: solo il 30% delle imprese familiari sopravvive alla seconda generazione, il 13% alla terza e appena il 4% oltre la quarta. Affrontare efficacemente questa transizione richiede ingenti investimenti in governance, organizzazione, managerializzazione e crescita, oltre a risorse finanziarie adeguate a supportare l'evoluzione del modello imprenditoriale e creare veri e proprio campioni del *made-in-Italy*¹⁵.

Accanto al passaggio generazionale, una seconda grande sfida – e al contempo straordinaria opportunità di rilancio – che attende le imprese italiane è rappresentata dalla cosiddetta *Twin Transition*, ossia la convergenza tra transizione digitale e transizione sostenibile. Per le PMI italiane, ciò implica una trasformazione profonda, a partire dal ripensamento dei propri modelli organizzativi, delle proprie infrastrutture tecnologiche e della propria cultura aziendale. Ad oggi, il percorso appare avviato, ma risulta ancora fortemente incompleto. Oltre la metà delle PMI investe oggi nel digitale e tre imprese su quattro considerano prioritaria la sostenibilità ambientale; tuttavia, soltanto un terzo impiega tecnologie per il monitoraggio dell'impatto ambientale e poco più della metà utilizza strumenti digitali a supporto di obiettivi ESG, facendo emergere le difficoltà che ancora permangono nell'integrare efficacemente le due dimensioni¹⁶. Nonostante gli incentivi pubblici, quasi la metà delle PMI finanzia la trasformazione esclusivamente con risorse proprie, limitando la portata degli investimenti e rallentando l'adozione di tecnologie avanzate. Il ricorso a strumenti alternativi resta ancora marginale e il rischio è che solo le PMI dotate di sufficiente liquidità propria continuino a investire, accentuando ulteriormente il divario tra le imprese più solide e quelle più fragili.

Nel complesso, le tendenze in atto stanno aumentando in modo significativo la domanda di capitali da parte delle imprese italiane, rendendo necessario il ricorso a fonti di finanziamento complementari al credito bancario e al mercato pubblico, che da soli non risultano più sufficienti a sostenere operazioni complesse e progetti di crescita di medio-lungo periodo. In questo contesto, cresce l'apertura delle imprese familiari all'ingresso di capitali esterni, sempre più percepiti non come una perdita di controllo, ma come uno strumento per rafforzare *governance*, managerializzazione e competitività. Ne deriva un ruolo di crescente rilevanza dei capitali alternativi, con investitori istituzionali e operatori specializzati che si affermano quali *partner* strategici per accompagnare la trasformazione e lo sviluppo del sistema imprenditoriale del Paese.

2.4 Il settore creditizio e le banche

Nonostante un ventennio segnato da *shock* frequenti e profondi, il sistema bancario globale rimane un pilastro fondamentale dell'economia mondiale, avendo nel frattempo intrapreso un percorso di sviluppo e trasformazione del proprio modello di *business* tradizionale che l'ha portato a raggiungere dimensioni senza precedenti nella storia.

A mutare profondamente è stata in primo luogo la sua geografia: il potere bancario appare oggi sempre più multipolare, ripartito tra la storica centralità delle istituzioni occidentali e l'ascesa asiatica, la cui rilevanza negli equilibri finanziari internazionali appare sempre più consolidata e strutturale. In particolare, le quattro principali banche cinesi occupano oggi le prime posizioni mondiali per dimensione di bilancio e vanno accrescendo rapidamente la propria capitalizzazione di mercato, scardinando definitivamente il vecchio primato giapponese. Gli Stati Uniti mantengono la propria *leadership* in termini di capitalizzazione di mercato, seppur perdano posizioni in termini di *asset* de-

¹⁵ AUB, AIDAF, Università Bocconi e UniCredit (2025)

¹⁶ Politecnico di Milano (2025b)

tenuti. L'Europa sconta invece la frammentazione del proprio sistema bancario, con una sola banca tra le prime dieci a livello internazionale, sia per capitalizzazione che per dimensione di bilancio¹⁷.

In questo quadro, i gruppi bancari italiani occupano una posizione intermedia: meno rilevanti in termini dimensionali, ma caratterizzata da solidità patrimoniale e ottima redditività rispetto ai *peers* europei. Tuttavia, nel panorama attuale, caratterizzato da crescente complessità regolamentare, spinta alla digitalizzazione, crescita economica moderata e rischi geopolitici, scala e diversificazione si impongono come fattori critici per preservare quote di mercato e sostenere lo sviluppo nel lungo periodo. Non sorprende quindi l'avvio di una nuova stagione di consolidamento all'interno del settore: l'intensificano dei processi di M&A segue la volontà di ridurre i costi fissi, ampliare e personalizzare l'offerta di prodotti e servizi e presidiare la relazione con il cliente lungo tutta la catena del valore, nel tentativo di generare ricavi da una gamma sempre più ampia di attività alternative al credito commerciale tradizionale. Il modello di *business* bancario, storicamente orientato al *retail* e al credito commerciale, tende così a trasformarsi sempre più in una vera e propria piattaforma integrata di servizi finanziari. Ormai da anni, è crescente il peso delle attività a commissione: *asset management*, *advisory*, *wealth management* e *private banking* rappresentano le principali leve di competitività futura, soprattutto in Italia, dove, come si è detto in precedenza, la ricchezza finanziaria delle famiglie e la propensione al risparmio raggiungono livelli ben più elevati di gran parte dei Paesi europei.

Parallelamente, si osserva un irrigidimento delle condizioni di credito a famiglie e imprese. L'aumento dei requisiti patrimoniali, unito a una maggiore percezione del rischio e a condizioni di *funding* più onerose, ha generato una crescente prudenza nella concessione di finanziamenti, soprattutto nei confronti delle PMI. Solo in Italia, i prestiti bancari alle imprese sono in costante diminuzione dal 2011: oltre un quarto del credito è venuto meno, scendendo sotto i 600 miliardi di euro¹⁸. Si tratta di un processo graduale, ma strutturale, che ha ridotto la capacità del sistema bancario di finanziare autonomamente le imprese del Paese, proprio quando è più forte la spinta allo sviluppo lungo le direttrici dell'innovazione digitale e della transizione ecologica.

In questo spazio si inseriscono, in logica sempre più complementare, operatori alternativi e capitali privati. Se all'inizio degli anni Duemila il finanziamento alle imprese era ripartito in modo relativamente equilibrato tra banche e soggetti non bancari, oggi, a livello globale, questi ultimi hanno emesso quasi il triplo dei finanziamenti degli enti bancari¹⁹. In tale ottica, la crescita del comparto del *private debt* è particolarmente emblematica: dal 2010, gli *asset under management* dei fondi europei sono aumentati di oltre dieci volte, passando da circa 50 a oltre 500 miliardi di dollari²⁰, mentre i prestiti bancari alle imprese sono rimasti sostanzialmente stabili (4.750 vs 5.257 miliardi)²¹.

Il quadro che emerge dalle trasformazioni in atto è chiaro: mentre le banche evolvono verso modelli più complessi, diversificati e orientati alla scala, il loro ruolo nel finanziamento diretto all'economia reale rimane sì centrale, ma acquista caratteri di sempre maggiore selettività, con una forte attenzione a solidità, trasparenza e capacità di adattamento delle controparti imprenditoriali. In questo scenario, le imprese più strutturate beneficeranno di un accesso più agevole al credito, mentre per le altre le condizioni saranno più restrittive, cosicché la collaborazione con operatori alternativi, capaci di colmare il gap ormai strutturale tra domanda e offerta di finanziamento, acquisirà un peso sempre più dirompente nella trasformazione del sistema produttivo del Paese.

¹⁷ Bloomberg e S&P Global Market Intelligence (2025)

¹⁸ Banca d'Italia e Istat (2025)

¹⁹ J.P. Morgan Asset Management (2026)

²⁰ Preqin (2026b)

²¹ Banca Centrale Europea (2026b)

2.5 Il mercato dei capitali

Rispetto al secolo scorso, i mercati dei capitali hanno attraversato una profonda evoluzione, che ne ha modificato struttura, geografia e funzione economica. La crescita complessiva della capitalizzazione globale si è accompagnata a fenomeni sempre più marcati di concentrazione, polarizzazione e selettività: i capitali si dirigono verso un numero ristretto di mercati, settori e imprese capaci di intercettare innovazione, scala e crescita strutturale.

All'inizio del Novecento, le piazze europee rappresentavano oltre il 67% della capitalizzazione mondiale, con il *London Stock Exchange* a valere da solo circa un quarto del mercato azionario globale. Gli Stati Uniti non superavano il 15% e l'Asia risultava sostanzialmente assente. Oggi, gli equilibri appaiono totalmente ribaltati, con Stati Uniti ed Europa scambiatisi di posizione e i mercati emergenti sempre più vicini alla soglia del 10%. Nel gruppo delle principali piazze finanziarie mondiali, a grande distanza dagli Stati Uniti, si collocano oggi Giappone, Regno Unito, Cina, Francia, Canada, Svizzera, Germania e India. L'Italia, che storicamente rappresentava circa il 2% della capitalizzazione mondiale, oggi non raggiunge individualmente l'1%²².

La crescente concentrazione del potere finanziario in capo alle piazze statunitensi è il risultato della combinazione di diversi fattori strutturali. In primo luogo, la capacità di trasformare innovazione tecnologica, ricerca e investimenti pubblici in *leadership* industriale e finanziaria ha favorito la crescita di grandi colossi *high-tech*, che, dalla *Silicon Valley*, dominano oggi i principali listini del Paese e attraggono ingenti flussi di capitali verso i comparti più innovativi del settore ICT. L'Europa, pur disponendo di eccellenze industriali e tecnologiche, ha visto mancare questa capacità e non è stata capace di sviluppare piattaforme digitali comparabili per dimensione e capacità di attrazione di capitali.

Un secondo elemento riguarda il diverso atteggiamento istituzionale verso il mercato dei capitali: negli Stati Uniti (e in economie emergenti come l'India), le borse sono considerate infrastrutture strategiche per la crescita, mentre in Europa restano più frammentate e vincolate da differenze normative e fiscali, che permangono nonostante i tentativi di integrazione in corso.

Infine, pesa anche un fattore culturale: negli Stati Uniti la propensione all'investimento azionario è più elevata sia per le famiglie sia per le imprese, mentre in Europa prevale un maggiore ricorso al debito bancario e una minore apertura al capitale di rischio, anche per effetto del lungo periodo di tassi d'interesse particolarmente contenuti.

Le dinamiche descritte hanno avuto ripercussioni profonde anche sul mercato delle IPO. Prima della crisi finanziaria del 2008, Europa e Stati Uniti mostravano livelli relativamente comparabili di nuove quotazioni; nel biennio 2006-2007, il numero di IPO europee risultava persino superiore a quello americano. Successivamente, però, il divario si è ampliato rapidamente. È bene in ogni caso ribadire che la limitazione dei nuovi accessi ai mercati borsistici è oggi un fenomeno diffuso e generalizzazione a livello globale, anche negli USA: tra il 1980 e il 1999, in media si sono quotate in Borsa più di 300 società all'anno; negli anni successivi, si contano solo 129 nuovi ingressi all'anno, complice anche l'accresciuto ritardo con cui le imprese scelgono di intraprendere il percorso di quotazione, che ormai sistematicamente rinvia alle fasi più mature del ciclo di vita.

Il caso italiano rappresenta una sintesi estrema di queste dinamiche. Nonostante una capitalizzazione record superiore ai 1.000 miliardi di euro, il mercato domestico resta strutturalmente piccolo, concentrato e incapace di riflettere il reale peso dell'economia nazionale. Basti pensare che, nonostante il Paese produca circa il 2% del PIL globale, la sua Borsa rappresenta appena lo 0,8% della capitalizzazione mondiale, a testimonianza di come la ricchezza italiana non passi per i canali dell'*equity* pubblico tradizionale. I *delisting* hanno progressivamente svuotato il listino, superando ampiamente le risorse raccolte dalle nuove quotazioni, mentre il numero di società quotate sul solo

²² UBS (2024)

mercato regolamentato resta inferiore alle 200 unità²³. Alla base del progressivo allontanamento dai mercati pubblici vi sono diversi fattori: l'aumento dei costi e degli obblighi connessi allo status di *public company*, la crescente pressione regolamentare, la perdita di controllo percepita dagli imprenditori e una struttura dei mercati spesso orientata alla massimizzazione dei risultati di breve periodo.

In questo quadro, i mercati privati hanno conosciuto una crescita senza precedenti, che ha ampliato enormemente la capacità degli operatori di finanziare imprese in fasi sempre più avanzate del proprio ciclo di sviluppo, offrendo non solo capitali pazienti, ma anche competenze manageriali, *governance* attiva e supporto strategico. In Italia, questa dinamica appare particolarmente evidente: negli ultimi dieci anni, le imprese italiane hanno raccolto tramite *private equity* quasi tre volte le risorse ottenute attraverso IPO su *Euronext Milan* ed *Euronext Growth Milan*. Parallelamente, in linea con quanto osservato negli Stati Uniti, i portafogli degli operatori hanno registrato un'espansione straordinaria: nel 2025, il numero delle società partecipate dal *private equity* e *venture capital* ha raggiunto rispettivamente quota 1.410 e 1.220, con una crescita del 58% e del 578% nell'ultimo decennio²⁴. Si tratta di numeri particolarmente significativi, soprattutto se confrontati con le 441 società quotate presenti complessivamente sui mercati di Borsa italiana²⁵. In più, mentre il listino domestico registrava negli ultimi tre anni una lieve contrazione (-4%), i portafogli del *private equity* e *venture capital* hanno continuato a crescere, rispettivamente del 22% e del 35%, confermando come il baricentro del finanziamento alle imprese si stia progressivamente spostando dai mercati pubblici a quelli privati.

²³ Consob (2025)

²⁴ AIFI e PwC (anni vari)

²⁵ Consob (2026)

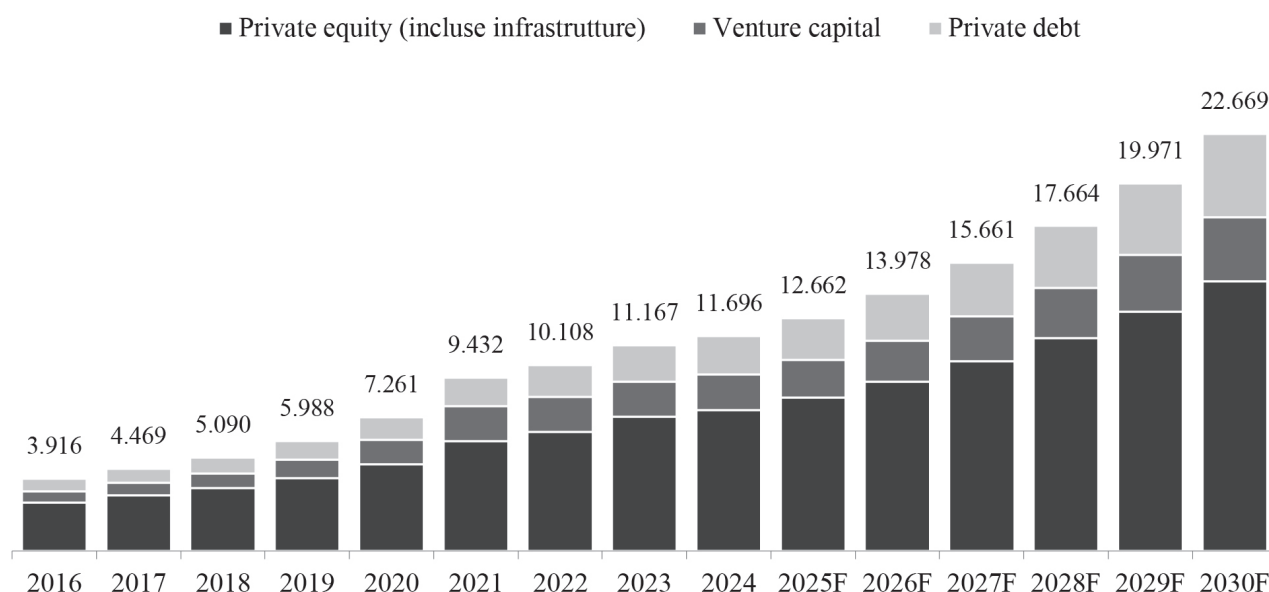
3. L'evoluzione del mercato del private equity, venture capital e private debt

3.1 Quadro generale e caratteristiche degli operatori

Le dinamiche analizzate nel precedente capitolo delineano una trasformazione profonda dell'ecosistema economico-finanziario globale, riconducibile a un unico processo di riallocazione del capitale in cui la crescente disponibilità di risparmio privato, l'aumento del fabbisogno finanziario delle imprese, l'evoluzione del ruolo delle banche e i limiti strutturali dei mercati finanziari convergono verso la necessità di creare collegamenti più efficaci tra capitale e sviluppo economico.

In questo contesto, i capitali privati hanno assunto col tempo un ruolo di crescente rilevanza: *private equity*, *venture capital* e *private debt* si configurano oggi come strumenti in grado di intercettare risorse finanziarie, superare i vincoli del credito bancario e dei mercati pubblici e sostenere attivamente lo sviluppo delle imprese, rafforzandone competitività e innovazione nel lungo periodo. Nell'ultimo decennio, forti di un tasso di crescita medio annuo prossimo al 25%, questi comparti hanno più che raddoppiato la propria dimensione (2,6x), raggiungendo complessivamente oltre 12.000 miliardi di dollari di *asset under management* a livello globale. Anche le prospettive di sviluppo futuro restano particolarmente favorevoli: si stima che il mercato arriverà a superare 22.000 miliardi di dollari di masse gestite entro il 2030, con un tasso di crescita medio annuo del 10%²⁶.

Grafico 1 Evoluzione del mercato globale del private capital per *asset under management* (\$ Mld)



Fonte: Preqin

²⁶ Preqin (2026a)

Nel quadro internazionale, l'espansione delle masse gestite – tanto storica, quanto prospettica – si accompagna a tre grandi fenomeni strutturali: una crescente concentrazione dell'offerta attorno ai grandi *asset manager* globali, una domanda sempre più orientata alla diversificazione e un progressivo processo di democratizzazione degli investimenti alternativi.

Con riferimento al primo degli aspetti menzionati, i principali operatori mondiali del *private capital* hanno attraversato negli ultimi anni un'intensa fase di crescita dimensionale. Tra il 2015 e il 2019, l'attività di *fundraising* dei primi dieci gestori a livello globale non superava complessivamente i 500 miliardi di dollari; nel quinquennio successivo (2020-2024), tale valore si è avvicinato agli 800 miliardi (+69%)²⁷. Nel solo 2025, i primi cinque operatori per masse gestite hanno raccolto individualmente oltre 10 miliardi di dollari per nuovi fondi di *buyout*, a riprova di come la concentrazione del mercato in capo a un numero ristretto di mega-gestori rappresenti ormai un fenomeno consolidato e strutturale. Ad alimentarlo è anzitutto la crescente preferenza degli investitori istituzionali verso piattaforme di grandi dimensioni, percepite come maggiormente solide e capaci di operare su scala globale in un contesto di mercato sempre più complesso e competitivo. In questo scenario, si inserisce anche il progressivo ampliamento del novero di piattaforme *multi-asset*, che consentono ai grandi gestori di integrare differenti strategie di investimento – *private equity*, *private debt*, infrastrutture, *real estate* e secondario – all'interno di ecosistemi sempre più articolati. Scala operativa, presenza internazionale e diversificazione sono infatti divenuti elementi essenziali non solo a garantire resilienza a fronte di *shock* inattesi, ma anche a intercettare le principali opportunità di investimento emergenti sul mercato e ottimizzare il profilo rischio-rendimento dei portafogli gestiti. Parallelamente, accanto agli investitori istituzionali e agli *high-net-worth individuals* cui il settore è stato storicamente riservato, il mercato ha registrato una crescente apertura verso la clientela privata. L'ultimo decennio ha infatti visto il diffondersi di nuove strutture di investimento, pensate per ampliare l'accessibilità agli *asset* alternativi: piattaforme digitali, ELTIFs, fondi *feeder*, veicoli di co-investimento e strutture di *permanent capital* stanno progressivamente abbassando le barriere di ingresso al mercato, permettendo anche a piccoli investitori di partecipare alle operazioni. Si tratta spesso di veicoli semi-liquidi e ad alto contenuto tecnologico, in grado di offrire agli investitori *retail ticket* minimi più contenuti, minori costi di accesso, processi di sottoscrizione semplificati e una maggiore diversificazione del rischio. La possibilità di beneficiare di finestre periodiche di liquidità contribuisce inoltre a superare, almeno parzialmente, il tradizionale vincolo di illiquidità dei fondi chiusi, favorendo il consolidamento degli investimenti alternativi come componente sempre più strutturale dei portafogli della clientela privata. Dal 2016 ad oggi, sono stati lanciati oltre 630 fondi *evergreen*, di cui più della metà solo nel triennio 2023-2025, superando i 400 miliardi di *asset under management* su scala globale²⁸. Con riferimento al panorama europeo, anche la crescita degli *European Long-Term Investment Funds* (ELTIFs) si mantiene robusta, con un record di quasi 90 fondi commercializzati nel 2025, circa il doppio rispetto al 2024 e il quintuplo del 2023²⁹.

Sebbene con caratteristiche e tempistiche differenti rispetto ai principali ecosistemi internazionali, anche il mercato domestico sta vivendo una fase di significativa espansione e progressivo consolidamento, destinata a ridefinire profondamente gli equilibri interni del settore. Come testimoniano i dati relativi al numero di associati AIFI, nell'ultimo decennio il numero di operatori attivi sul mercato italiano ha registrato una crescita senza precedenti, passando da circa 100 a 190. Alla base di questa espansione vi è la combinazione di diversi fattori che, nel tempo, hanno consentito al sistema dei capitali privati di rispondere a esigenze imprenditoriali sempre più articolate, in un contesto economico caratterizzato da crescente complessità e continuo cambiamento. Tra le tendenze più evidenti emerge la nascita di nuove categorie di operatori, generalmente caratterizzate da strutture più flessibili ri-

²⁷ Private Equity International (2026)

²⁸ Preqin (2026c)

²⁹ European Securities and Markets Authority (2026)

spetto ai veicoli tradizionali e sempre più spesso derivanti da iniziative private. Soggetti come *club deal*, *family office*, *holding* finanziarie e *search fund* hanno progressivamente intensificato la propria presenza nel settore, contribuendo a catalizzare quote crescenti di ricchezza privata verso l'economia reale. Tra il 2015 e il 2017, tali operatori "alternativi" rappresentavano mediamente il 7% del numero di operazioni concluse annualmente; negli ultimi cinque anni, il loro peso si è stabilizzato tra il 15% e il 20%, raggiungendo il 22% nel 2023. Dal 2021, sono state circa 400 le acquisizioni censite riconducibili a questi operatori, contro le circa 130 del quinquennio precedente³⁰.

Al contempo, si stanno osservando importanti evoluzioni anche in merito all'operatività delle SGR tradizionali e di operatori con un'attività già consolidata nel mercato. Accanto ai fondi generalisti, si stanno moltiplicando veicoli specializzati in specifici comparti industriali, sia ad alto contenuto innovativo – come medicale, *bio-tech* e *fin-tech* – sia legati alle eccellenze storiche del *Made in Italy*, quali alimentare e moda. La specializzazione riguarda sempre più spesso anche la tipologia di investimento realizzato: ai tradizionali fondi di *buyout*, focalizzati sull'acquisizione della maggioranza o della totalità dell'azienda target tramite leva finanziaria e coinvolgimento del management, si stanno affiancando nuove strutture di *permanent capital*, orientate prevalentemente a operazioni di *expansion financing* e quindi all'acquisizione di quote di minoranza in aumento di capitale.

In linea con i processi di diversificazione in atto tra i grandi *asset manager* internazionali, anche il mercato italiano del *private capital* sta vivendo un ampliamento della gamma di prodotti offerti. Un numero crescente di SGR domestiche si sta infatti evolvendo verso modelli *multi-asset*, attraverso la costituzione di piattaforme da cui lanciare fondi con differenti strategie e destinazioni d'investimento. Pur mantenendo un focus sugli *asset* illiquidi, queste piattaforme consentono di spaziare tra diversi stadi di investimento – *venture capital*, *expansion financing* e *buyout* – combinando strumenti di *equity* tradizionale con il credito privato, senza trascurare *asset class* "innovative" come *real estate* e infrastrutture. Alcune di queste non mancano di includere anche fondi dedicati all'attività indiretta, tramite fondi di fondi e di secondario, o specificatamente all'attività di co-investimento.

Nel tempo, è cresciuto significativamente anche il ruolo degli operatori internazionali, che oggi rappresentano circa un terzo della base associativa AIFI. Fino a 10 anni fa, tali soggetti pesavano per il 12% del numero di operazioni concluse sul mercato domestico e per il 66% in termini di ammontare investito; oggi, la loro incidenza è salita rispettivamente al 33% e al 73%. Si tratta inoltre di una presenza sempre più eterogenea sotto il profilo geografico: non più soltanto operatori di matrice anglosassone, ma anche numerosi investitori francesi, tradizionalmente abituati a confrontarsi con un tessuto imprenditoriale maggiormente affine a quello italiano.

La crescente partecipazione degli operatori esteri testimonia, da un lato, l'elevata attrattività internazionale dell'imprenditoria italiana, dall'altro, evidenzia una delle principali fragilità strutturali del mercato domestico del *private capital*: la limitata dimensione media degli operatori nazionali, spesso insufficiente a sostenere operazioni di scala maggiore e a garantire una presenza competitiva stabile nel panorama europeo. Considerando l'attività di *fundraising* dei primi dieci operatori domestici indipendenti, i capitali raccolti sul mercato nel quinquennio 2021-2025, pur risultando in crescita di circa il 50% rispetto al periodo 2016-2020, non raggiungono i 13 miliardi di euro e rimangono fortemente concentrati nei primi tre operatori, che rappresentano mediamente quasi i due terzi di questa cifra. Anche la dimensione dei fondi raccolti si mantiene estremamente limitata rispetto al quadro internazionale ed europeo: dal 2021 a oggi, solo 7 fondi di matrice non istituzionale hanno raccolto più di 500 milioni di euro³¹. Tali evidenze costituiscono un limite rilevante allo sviluppo del settore: operatori che raccolgono poco dispongono di risorse limitate da investire, limitando il potenziale di crescita del mercato e rendendo ancora troppo spesso necessario il ricorso a operatori esteri per soste-

³⁰ LIUC Business School – Osservatorio PEM (anni vari)

³¹ AIFI e PwC (anni vari)

nere i percorsi di crescita e consolidamento delle imprese del Paese.

A pesare è anche l'assenza, tra i gestori domestici, di operatori realmente pan-europei. Con la diffusione del *private equity* e del *venture capital* nell'Europa continentale, tali piattaforme hanno progressivamente assunto un ruolo centrale soprattutto in Paesi come Francia e Germania, adottando modelli operativi *multi-country* e lanciando fondi dedicati a specifiche aree geografiche. La loro diffusione ha contribuito a rafforzare la capacità competitiva dei rispettivi ecosistemi nazionali, favorendo una maggiore integrazione dei mercati, una più ampia raccolta internazionale di capitali e una crescita dimensionale degli operatori domestici.

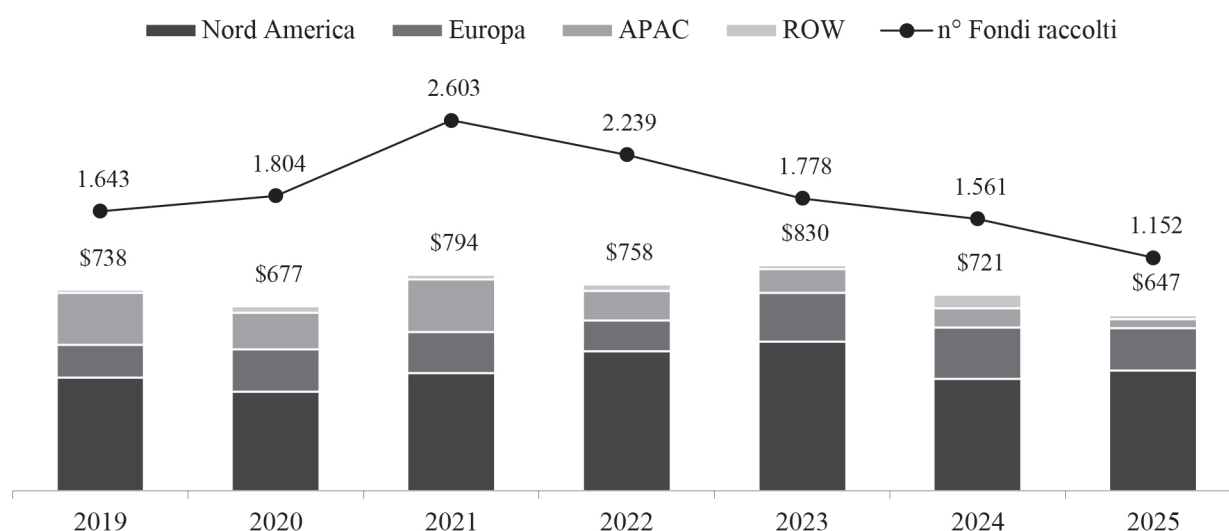
In quest'ottica, dopo decenni di crescita, una delle principali sfide per il mercato italiano del *private capital* sarà proprio quella di ridurre la frammentazione che storicamente lo caratterizza e favorire la nascita e il consolidamento di operatori capaci di competere su scala paneuropea. Alcune operazioni in tal senso sono attualmente in corso, mosse dalla volontà di aggregare gruppi diversificati, tramite cui ottenere economie di scala, lanciare veicoli di dimensioni tali da attrarre l'interesse di investitori istituzionali globali e mobilitare capitali cospicui sui singoli *deal*.

3.2 La raccolta

A fronte di un panorama internazionale ricco di opportunità di investimento, l'attività globale di *fundraising* mostra ormai da alcuni anni segnali di rallentamento strutturale, complici una crescente competizione tra mega-gestori e una maggiore selettività e prudenza da parte degli investitori istituzionali.

La contrazione emerge chiaramente tanto in termini di ammontare raccolto quanto nel numero di *closing* sui fondi in raccolta. Nel 2025, i capitali raccolti a livello globale si sono attestati intorno ai 650 miliardi di dollari, in calo del 10% rispetto all'anno precedente e per la prima volta dal 2020 al di sotto della soglia dei 600 miliardi. Parallelamente, il numero di fondi che hanno completato l'attività di *fundraising* è diminuito per il terzo anno consecutivo, passando dagli oltre 6.000 del biennio 2021-2022 agli appena 1.700 del 2025, dato più basso nel decennio esaminato³².

Grafico 2 Evoluzione dell'attività di raccolta nel mercato globale del private equity (\$ Mld, n°)



Fonte: Preqin

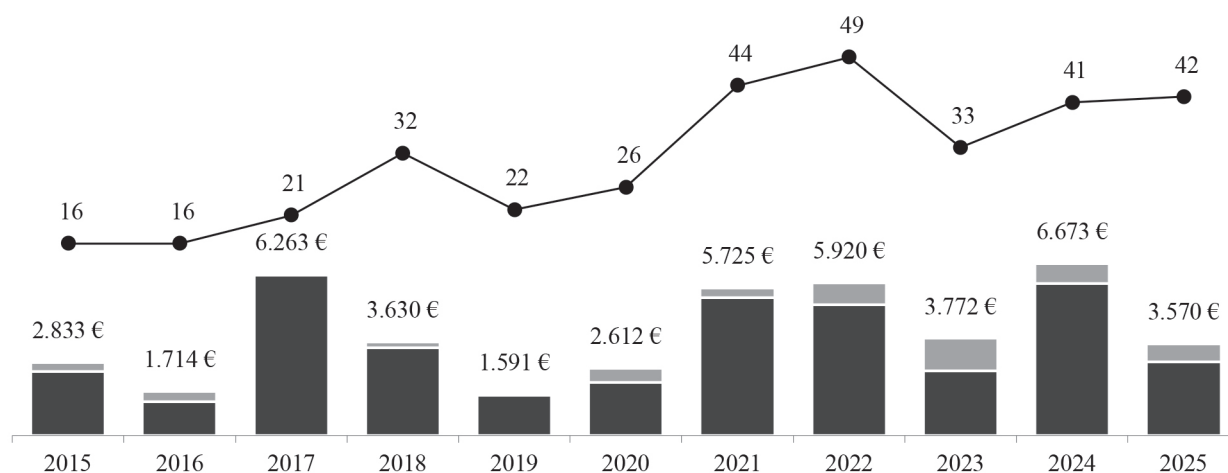
³² Preqin (2025)

La dinamica descritta riflette i profondi mutamenti intervenuti sul doppio fronte della domanda e dell'offerta di capitale. In un contesto caratterizzato da *shock* economici ripetuti e minore liquidità disponibile, molti gestori hanno scelto di rinviare i nuovi *round* di raccolta, in attesa di condizioni di mercato più favorevoli. Ciò ha favorito il prolungamento degli *holding period* medi e spesso anche della durata di numerosi fondi esistenti, oltre ad aver contribuito in misura sostanziale all'ampliamento del mercato secondario, tramite operazioni capaci di garantire al contempo liquidità agli LPs e un pieno compimento della *value creation* nelle società partecipate ai GPs. Tali strategie, se da un lato consentono di mitigare le difficoltà di raccolta e di gestione del portafoglio, dall'altro stanno contribuendo ad alimentare un circolo vizioso che rallenta il naturale ciclo di investimento dell'industria. Con l'allungamento dei tempi medi di detenzione delle partecipazioni e il frequente rinvio delle *exit*, le distribuzioni si mantengono prossime ai minimi storici e la liquidità a disposizione degli investitori rimane limitata. Ciò compromette la loro capacità di assunzione di nuovi impieghi di capitale, favorendo una concentrazione delle risorse residue verso quel ristretto gruppo di mega-gestori e piattaforme *multi-asset*, già dominanti sul mercato globale e con *track record* consolidato, a discapito di operatori di minori dimensioni o emergenti.

In risposta alle crescenti difficoltà di raccolta presso gli investitori istituzionali tradizionali, il settore del *private capital* sta attribuendo un ruolo sempre più centrale alla ricchezza privata quale nuova fonte di capitale. Come anticipato in precedenza, negli ultimi anni i grandi gestori globali hanno intensificato gli sforzi per ampliare l'accesso agli investimenti alternativi a *family office*, *high-net-worth individuals* e investitori *retail*, il cui potenziale di sviluppo appare ancora oggi enorme. Basti pensare che, nonostante gli investitori privati detengano circa la metà della ricchezza finanziaria globale, essi rappresentano soltanto il 16% degli *asset under management* dell'industria degli alternativi³³. È proprio questo squilibrio a giustificare gli sforzi fatti, anche sul piano normativo e tecnologico, per accelerare il processo di "democratizzazione" del settore. Si tratta di un'evoluzione che riflette non solo l'esigenza dei gestori di diversificare la base degli investitori in un contesto di *fundraising* più complesso, bensì anche il crescente interesse della clientela privata verso *asset class* in grado di offrire rendimenti superiori rispetto ai mercati tradizionali. Dal 2021 a oggi, la quota di patrimonio privato allocata nei mercati alternativi è più che raddoppiata, superando il 4% della ricchezza finanziaria globale, per un controvalore di circa 5.000 miliardi di dollari.

In linea con le dinamiche osservate a livello internazionale, anche il *fundraising* italiano rimane una delle principali criticità del settore, continuando a mostrare segnali di tendenziale instabilità.

Grafico 3 Evoluzione della raccolta nel mercato italiano del private equity (€ Mln, n°)



Fonte: AIFI e PwC

³³ Bank of America Global Research (2023)

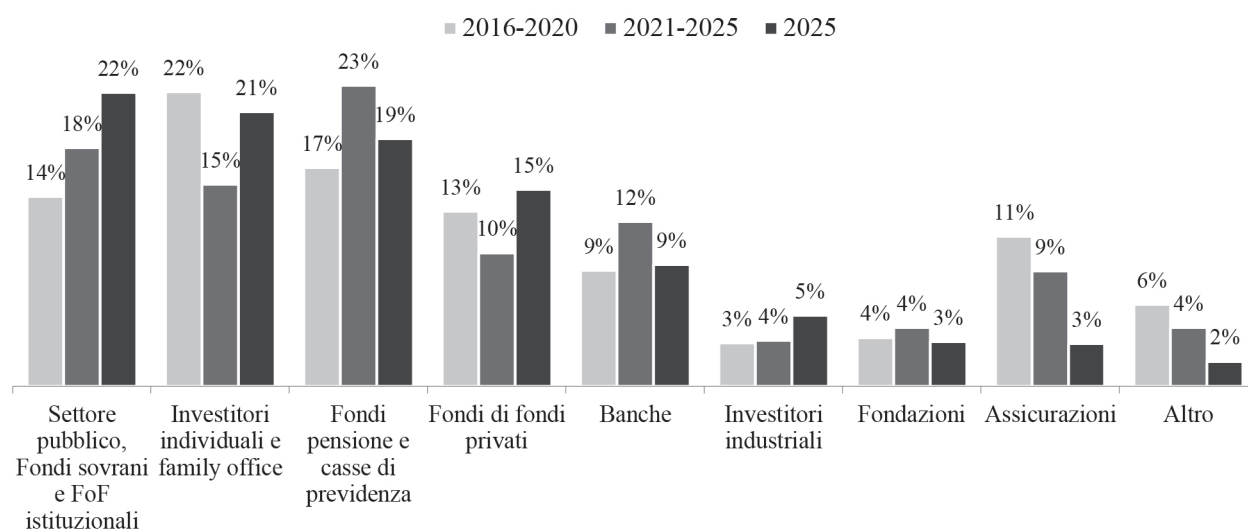
Dal 2016 a oggi, il mercato domestico ha registrato una raccolta media annua di circa 4 miliardi di euro, con picchi storici nel 2017 e nel 2024, quando i capitali raccolti hanno rispettivamente superato i 6 miliardi e sfiorato i 7 miliardi di euro. Questi risultati testimoniano un significativo rafforzamento dell'attività di fundraising rispetto al decennio precedente (2006-2015), periodo in cui la raccolta media annua si attestava poco al di sopra dei 2 miliardi di euro e soltanto nel 2013 aveva oltrepassato la soglia dei 4 miliardi. L'espansione osservata negli ultimi anni è stata sostenuta soprattutto dal contributo di alcuni operatori di matrice pubblico-istituzionale, capaci di realizzare raccolte di dimensioni superiori alla media del mercato domestico.

Nonostante i segnali di crescita evidenziati, l'ultimo anno ha registrato una contrazione significativa dei capitali raccolti: questi si sono pressoché dimezzati rispetto all'anno precedente, replicando una dinamica già emersa nel biennio 2022-2023 e a riprova di come il *fundraising* continui a rappresentare una delle principali sfide per gli operatori domestici. Le già evidenti difficoltà di assorbimenti di capitale del mercato nazionale emerge con ancora più chiarezza dal confronto con il mercato francese: al netto del segmento infrastrutturale, nel solo 2025, sono stati raccolti quasi 29 miliardi di euro, otto volte tanto rispetto ai volumi italiani³⁴.

A spiegare la debolezza strutturale dell'attività di *fundraising* nazionale è anche la composizione della raccolta per categoria di investitore, da cui emerge un contributo ancora limitato di fondi pensione, casse di previdenza e compagnie assicurative. Il confronto con il caso francese torna a essere particolarmente significativo: nel periodo 2020-2024, i fondi pensione italiani hanno destinato al *private equity* domestico circa 2,3 miliardi di euro, a fronte dei 9,5 miliardi registrati in Francia. Il divario è ancora più marcato nel caso delle compagnie assicurative, che in Italia hanno investito circa 1 miliardo di euro, contro gli oltre 20 miliardi della Francia.

Permangono inoltre ampi margini di miglioramento nella capacità di indirizzare verso l'economia reale l'elevata ricchezza privata detenuta dalle famiglie italiane. Negli ultimi anni si è osservato un progressivo aumento del coinvolgimento di investitori individuali e *family office* nella raccolta di capitali, che si sono affiancati ai tradizionali investitori istituzionali del *private equity*. Tuttavia, i volumi rimangono contenuti: sempre nel quinquennio 2020-2024, la raccolta proveniente da tali soggetti si è attestata intorno ai 2,5 miliardi di euro, rispetto ai circa 20 miliardi registrati in Francia. Questi

Grafico 4 Evoluzione delle fonti della raccolta nel mercato italiano del private equity (%)



Fonte: AIFI e PwC

³⁴ France Invest e Grant Thornton (2026)

dati confermano come solo una quota ancora limitata dell'ingente patrimonio privato del Paese venga convogliata in modo stabile e strutturato verso l'economia reale, evidenziando un tema di rilevanza non solo finanziaria, ma anche industriale e strategica per il Paese.

La minore capacità di raccolta si riflette poi inevitabilmente sulla dimensione media dei fondi italiani, che risulta generalmente inferiore a quella dei principali mercati europei. Questa frammentazione limita la possibilità di realizzare economie di scala, attrarre investitori internazionali e sostenere operazioni di maggiore entità, incidendo sulla competitività complessiva dell'industria nazionale del *private capital* e limitandone la capacità di sostenere lo sviluppo del sistema produttivo domestico nel lungo periodo.

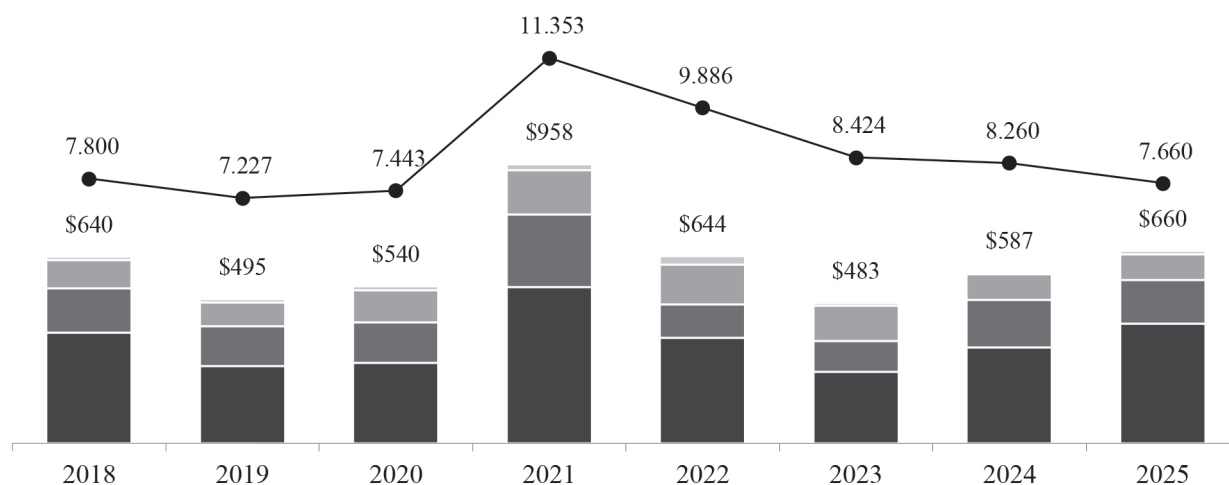
3.3 Gli investimenti e la creazione di valore

Dopo una breve fase di rallentamento successiva al picco del 2021, il mercato globale degli investimenti in *private equity* sta mostrando segnali di graduale ripresa, seppur in forma più selettiva rispetto ai cicli precedenti, concentrandosi su strategie e settori caratterizzati da maggiore resilienza e capaci di generare crescita operativa stabile in un contesto macroeconomico ancora fortemente volatile.

Nel 2025, il valore globale delle operazioni di buyout ha raggiunto i 660 miliardi di dollari, in crescita del 12% rispetto all'anno precedente. A questa dinamica di espansione si è accompagnata una nuova contrazione del numero complessivo di operazioni, scese per il quarto anno consecutivo a circa 7.660 *deal* (-7% su base annua), su livelli ormai allineati alle medie pre-pandemiche. Più che da un reale ampliamento dell'attività complessiva, la ripresa del mercato appare dunque trainata dall'aumento della dimensione media delle operazioni, con una crescita significativa dei *mega-deals* a discapito delle opportunità offerte del *mid-market*. Parallelamente, i multipli medi sull'EBITDA hanno raggiunto livelli record, attestandosi mediamente intorno all'11,5x negli ultimi cinque anni. Considerando le sole operazioni al di sopra dei 500 milioni di dollari, il dato medio per lo stesso periodo è stato pari a 15,8x, con un picco di 18,1x proprio nel 2025³⁵.

Il ritorno dei *mega-deals* e l'aumento dei multipli riflettono in larga misura la crescente pressione esercitata sui gestori per impiegare l'enorme ammontare di capitale raccolto e rimasto inutilizzato nel

Grafico 5 Evoluzione degli investimenti di *buyout* nel mercato globale del *private equity* (\$ Mld, n°)



Fonte: Preqin

³⁵ McKinsey & Company (2026)

corso degli ultimi anni. L'accumulo di *dry powder* ha progressivamente aumentato la disponibilità degli operatori a riconoscere, *ceteris paribus*, multipli di ingresso più elevati. Al contempo, la persistente instabilità macroeconomica ha favorito una crescente *flight to quality*: gli investitori tendono oggi a privilegiare aziende caratterizzate da maggiore resilienza, *leadership* competitiva, solidità dei margini e capacità di adattamento tecnologico, anche a fronte del pagamento di *premium multiples* particolarmente elevati, dati dalla scarsità di opportunità di investimento di analoga qualità.

Tali evoluzioni hanno profonde implicazioni sul modello di creazione di valore dell'industria. Se negli anni successivi alla crisi finanziaria globale il rendimento delle operazioni era sostenuto in larga misura dal sistematico ricorso a leva finanziaria a basso costo e dall'espansione dei multipli in fase di exit a fronte di prezzi d'ingresso relativamente contenuti, oggi queste componenti risultano significativamente ridimensionate. Ne emerge una crescente complessità dei processi di valorizzazione delle partecipazioni detenute, che sta imponendo una trasformazione profonda al mestiere del *private equity*: da attività prevalentemente finanziaria a disciplina sempre più industriale e manageriale, in cui la capacità creare valore nell'ambito degli investimenti effettuati dipende in misura ormai sostanziale dal ricorso alla cosiddetta leva operativa. Aumento dei ricavi, miglioramento dei margini operativi, efficientamento dei processi, economie di scala e capacità di esecuzione industriale e strategica diventano così elementi centrali per il successo dei *deal*. In questo contesto, anche l'integrazione di strumenti digitali avanzati all'interno delle società partecipate rappresenta oggi uno strumento essenziale per accelerare la crescita dell'EBITDA, incrementare l'efficienza operativa e rafforzare la competitività delle *portfolio companies*, in attesa di condizioni di mercato favorevoli alla loro cessione.

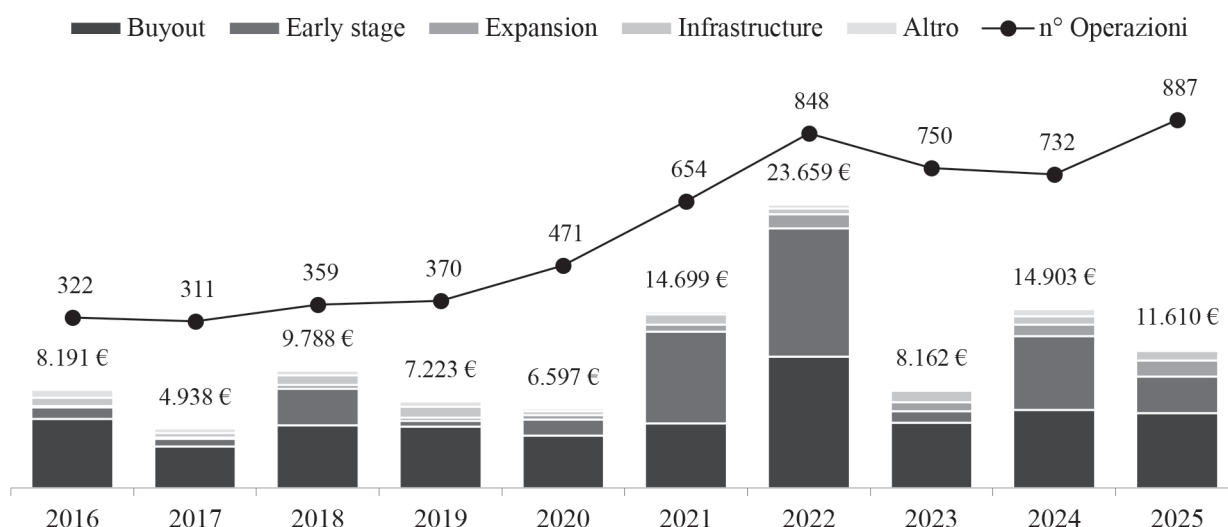
Nello scenario descritto, le strategie di *buy-and-build* continuano a rappresentare uno dei principali motori della crescita del settore. Le operazioni di *add-on* costituiscono oggi una quota crescente e ormai dominante dell'attività di investimento degli operatori di *private equity*, in quanto capaci di accelerare il raggiungimento di economie di scala, produrre valore incrementale attraverso le sinergie post-integrazione e aumentare resilienza e competitività delle piattaforme partecipate, generando effetti molto più immediati rispetto alla sola crescita organica. Inoltre, l'aggregazione rende le società partecipate maggiormente appetibili agli occhi di potenziali acquirenti industriali, contribuendo ad agevolare la cessione a investitori strategici, disposti a riconoscere valutazioni più elevate.

La crescente centralità della creazione di valore operativo sta inoltre modificando le preferenze settoriali degli investitori. I capitali tendono a concentrarsi sempre più in comparti caratterizzati da elevata scalabilità, forte contenuto tecnologico e maggiore capacità di adattamento strutturale. Nell'ultimo decennio, forte della rapida evoluzione di cui è stato protagonista, il settore ICT ha progressivamente assunto un ruolo dominante nelle strategie di investimento globali, superando anche i servizi finanziari, tradizionalmente ai vertici delle preferenze degli operatori. All'interno del comparto tecnologico, particolare interesse si concentra su *cybersecurity*, *software enterprise*, *health-tech* e infrastrutture digitali, segmenti percepiti come essenziali per sostenere i processi di trasformazione digitale e di integrazione dell'intelligenza artificiale all'interno dei processi di business. Parallelamente, energia, infrastrutture e difesa stanno beneficiando delle profonde trasformazioni geopolitiche e industriali in corso, che stanno riportando al centro temi quali sicurezza energetica, sovranità tecnologica e resilienza delle *supply chain*. Anche il settore *healthcare* continua ad attrarre volumi significativi di capitale, grazie alla combinazione tra stabilità della domanda, dinamiche demografiche favorevoli e crescente digitalizzazione dei servizi sanitari.

In questo scenario, anche in Italia, l'attività di investimento in *private equity* ha vissuto una fase di progressiva maturazione, evolvendo in linea con le principali tendenze internazionali, ma senza trascurare le specificità del tessuto imprenditoriale domestico.

Dal 2016 a oggi, sul mercato italiano sono stati investiti mediamente circa 11 miliardi di euro all'anno, con picchi storici nel 2022 e nel 2024, quando i capitali investiti hanno rispettivamente superato e sfiorato i 23 e i 15 miliardi di euro. Complessivamente, sono state realizzate oltre 5.700

Grafico 6 Evoluzione degli investimenti nel mercato italiano del private equity (€ Mln, n°)



Fonte: AIFI e PwC

operazioni, di cui circa i due terzi nel solo ultimo quinquennio, periodo in cui si è registrata una media di oltre 770 investimenti annui. Sebbene il 2025 abbia segnato una contrazione dei volumi investiti – principalmente a causa dell’assenza di grandi operazioni infrastrutturali – i dati evidenziano una significativa espansione del mercato domestico del capitale di rischio rispetto al decennio precedente, soprattutto sotto il profilo dell’ammontare investito. Tra il 2006 e il 2015, infatti, gli investimenti medi annui si attestavano poco sopra i 3,6 miliardi di euro e soltanto nel 2008 avevano superato la soglia dei 5 miliardi³⁶.

La crescita registrata negli ultimi anni è stata trainata soprattutto dal progressivo aumento dell’incidenza delle operazioni di maggiore dimensione. Nell’ultimo decennio, *large e mega-deals* – investimenti di importo rispettivamente compreso tra 150 e 300 milioni di euro o superiore ai 300 milioni – hanno rappresentato mediamente oltre la metà dei capitali investiti, con punte superiori al 70% nel 2016 e nel 2022. Il peso crescente di tali operazioni è da attribuirsi a due dinamiche tra loro fortemente correlate: da un lato, il ruolo sempre più centrale degli operatori internazionali, che rappresentano ormai stabilmente circa il 70% dell’ammontare complessivamente investito sul mercato domestico grazie a *ticket* di investimento particolarmente ingenti; dall’altro, alcune grandi operazioni in segmenti altamente *capital-intensive*, quali infrastrutture e *buyout*, che nell’ultimo decennio hanno attratto oltre l’80% delle risorse complessivamente investite e costituiscono proprio quei comparti su cui si concentra l’attenzione dei fondi di matrice estera. Per quanto riguarda invece gli operatori domestici, fautori dei tre quarti degli investimenti del mercato nazionale, è il crescente ricorso alla sindacazione degli investimenti che sta consentendo loro di realizzare, seppur in misura ancora minoritaria, alcune operazioni di dimensioni maggiormente allineate agli standard dei grandi gestori internazionali. In alcuni casi, tale evoluzione ha persino portato al lancio di fondi dedicati esclusivamente a questo tipo di attività, con il sempre più frequente coinvolgimento, oltre che di SGR tradizionali, anche di investitori istituzionali e soggetti privati ad alta dotazione patrimoniale – imprenditori, famiglie e gruppi industriali – alla ricerca di un’esposizione diretta alle operazioni.

Nonostante gli sviluppi in corso, gli operatori domestici continuano comunque a privilegiare opportunità di investimento nel *mid-market*, perfettamente coerenti con le caratteristiche strutturali del tessuto imprenditoriale del Paese e capaci di offrire maggiore spazio per interventi di valoriz-

³⁶ AIFI e PwC (anni vari)

zazione sul piano operativo. Basti pensare che, tra il 2021 e il 2025, la dimensione media dei *deal* conclusi da operatori domestici è stata pari a circa 8 milioni di euro, interessando nel 90% dei casi imprese con fatturato inferiore ai 50 milioni di euro e meno di 250 dipendenti. Nello stesso periodo, l'ammontare medio investito per singola operazione da parte degli operatori internazionali sfiorava invece i 47 milioni di euro, riguardando PMI (fatturato inferiore ai 50 milioni di euro) soltanto nel 40% dei casi.

Queste dinamiche si riflettono sulle dimensioni ancora limitate del mercato domestico. In termini di ammontare investito, il private equity italiano pesa oggi per circa lo 0,35% del PIL nazionale: un dato in crescita rispetto allo 0,16% del 2015, ma inferiore rispetto al picco dello 0,66% registrato nel 2022. Il sottodimensionamento emerge con evidenza anche nel confronto con il caso francese, dove l'incidenza media degli investimenti di private equity sul PIL negli ultimi cinque anni ha raggiunto lo 0,89%, rispetto allo 0,42% italiano³⁷. Nello stesso periodo, escludendo il comparto infrastrutturale, in Francia sono stati infatti investiti quasi 130 miliardi di euro, circa 3 volte tanto rispetto ai 45 miliardi di euro del mercato domestico³⁸.

Nel corso dell'ultimo decennio, il mercato è stato caratterizzato da alcune rilevanti trasformazioni anche in merito alla tipologia di operazioni realizzate. Nonostante gli investimenti di maggioranza in imprese mature e consolidate continuino a rappresentare la componente principale del mercato domestico – assorbendo mediamente circa il 60% dell'ammontare investito – si è fatta strada anche il comparto infrastrutturale, arrivando ad attrarre, a fasi alterne, oltre un quarto delle risorse impiegate. Sotto il profilo numerico, il primato spetta invece alle operazioni di *venture capital*, strutturalmente caratterizzate da *ticket* di investimento inferiori, ma che, grazie all'accelerazione dei fenomeni di innovazione tecnologica e transizione digitale, sono andate incontro a una forte diffusione. Gli investimenti conclusi sono infatti passati dai 128 del 2016, pari al 40% del numero complessivo di investimenti, ai circa 570 del 2025, quando il *venture capital* è arrivato a rappresentare il 64% del totale delle operazioni realizzate. Nel quadro descritto, il segmento che maggiormente sembra aver perso centralità è quello dell'*expansion financing*. Dopo un decennio di forte sviluppo, il peso delle operazioni di minoranza sul totale degli investimenti si è progressivamente ridotto, passando dal 21% del 2016 all'8% del 2025. La limitata diffusione di investimenti destinati a sostenere percorsi di crescita e internazionalizzazione rappresenta oggi uno dei principali elementi di debolezza del mercato domestico, dove continua ad ampliarsi la platea di piccole e medie imprese alla ricerca di capitali per rafforzare la propria competitività e dimensione industriale³⁹.

Con riferimento ai settori di intervento, gli ultimi anni hanno visto il progressivo incremento degli investimenti diretti verso comparti innovativi e ad alto contenuto tecnologico, chiamati a sostenere la doppia sfida della transizione digitale ed ecologica. In particolare, oltre un quarto delle operazioni complessivamente effettuate ha riguardato il settore ICT, passato dalle 62 operazioni del 2016 alle 281 del 2025, per un controvalore complessivo di oltre 26 miliardi di euro. Parallelamente, è cresciuto il peso del comparto medicale e delle biotecnologie, arrivato a rappresentare quasi il 20% del numero complessivo di operazioni e circa il 10% dei capitali investiti. Anche il settore energia e ambiente ha continuato a espandersi, superando i 10 miliardi di euro investiti, grazie soprattutto all'affermazione di fondi specializzati attivi sul segmento infrastrutturale. Allo stesso tempo, il private equity italiano continua a mantenere un forte radicamento nei comparti tradizionali che caratterizzano il *Made in Italy*, quali la manifattura e i beni e servizi industriali. Seppur la loro incidenza sull'attività di investimento stia conoscendo un progressivo ridimensionamento rispetto al passato, le grandi eccellenze dell'alimentare, della moda, dell'arredamento, della meccanica e dell'automazione continuano ad

³⁷ Invest Europe (2026)

³⁸ France Invest e Grant Thornton (2026)

³⁹ AIFI e PwC (anni vari)

attrarre oltre il 30% degli interventi e dei capitali investiti, confermandosi stabilmente tra i principali settori di intervento insieme all'ICT.

Una delle evoluzioni più significative che, in linea con il panorama internazionale, sta interessando il *private equity* italiano riguarda il progressivo cambiamento nelle modalità di creazione di valore. Se in passato gli operatori attribuivano grande rilevanza agli aspetti di natura finanziaria – legati in particolare all'utilizzo della leva e all'arbitraggio sui multipli – oggi l'approccio è molto più industriale, orientato alla creazione di valore operativo nelle società partecipate. Secondo uno studio condotto da AIFI in collaborazione con BIP, la leva operativa contribuisce per circa il 71% al valore creato durante l'*holding period*, di cui il 57% riconducibile alla crescita dei ricavi e il restante 14% all'incremento dell'EBITDA. Al contrario, il contributo della leva finanziaria risulta negativo (-11%), riflettendo la crescente prudenza degli operatori domestici nell'utilizzo del debito in fase di acquisizione, attivato solo in un secondo momento per eventuali operazioni di *buy-and-build*, internazionalizzazione o innovazione⁴⁰. In questo contesto, una strategia sempre più adottata per supportare la crescita delle imprese partecipate è data proprio dalle operazioni di *add-on*, che stanno altresì contribuendo in maniera decisiva allo sviluppo complessivo del settore. Negli ultimi dieci anni sono state censite più di 1.700 operazioni di *add-on*, pari a oltre la metà delle operazioni complessivamente mappate, di cui circa 1.350 realizzate in Italia. Nel 2016 gli *add-on* erano circa 70 e rappresentavano il 50% del totale; nel 2025 il loro numero è salito a 340, raggiungendo il 62% delle operazioni complessive e più che quadruplicandosi nell'arco di un decennio⁴¹. In termini di contributo alla crescita, le operazioni descritte permettono di rafforzare in maniera concreta la performance economico-finanziarie delle imprese coinvolte: secondo uno studio condotto da AIFI, nei due anni successivi all'investimento, sia le *platform companies* che le *target* registrano una crescita del numero di dipendenti, del fatturato e dell'EBITDA, generando benefici significativi per l'intera economia reale.

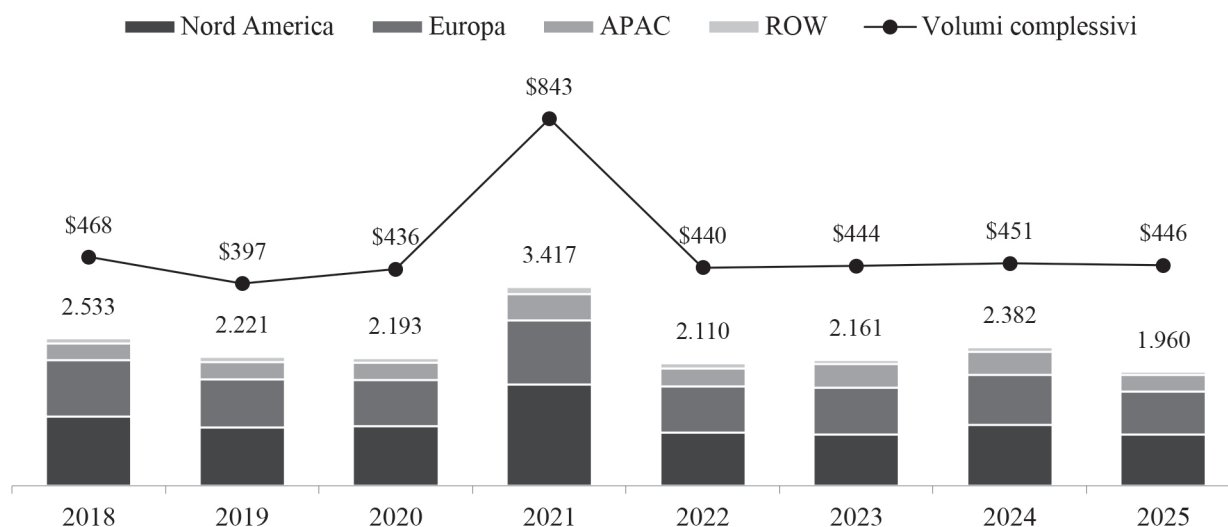
Strettamente collegati al tema della crescita operativa sono anche i processi di innovazione e internazionalizzazione, divenuti fattori strategici essenziali per consentire alle imprese italiane di competere su scala globale. Una ricerca realizzata da LIUC – Università Cattaneo su un campione di 293 imprese lombarde coinvolte in operazioni di *private equity* e *venture capital* tra il 2013 e il 2018 ha mostrato come oltre il 25% delle aziende partecipate abbia depositato brevetti durante l'*holding period*, contro una media nazionale inferiore al 5%. A determinare questi risultati non sono solamente le *start up*, ma anche le aziende più mature, con una forte propensione all'innovazione anche in comparti più tradizionali, quali il manifatturiero, le costruzioni e la grande distribuzione. Sul fronte dell'internazionalizzazione, uno studio condotto da AIFI in collaborazione con Gatti Pavesi Bianchi Ludovici, evidenzia come, nell'86% delle 128 operazioni di acquisizione analizzate nel periodo 2020-2025, l'intervento dell'operatore abbia avuto impatti positivi sui percorsi di espansione internazionale delle imprese coinvolte, agendo nella maggior parte dei casi già nel primo anno dopo l'investimento e supportando attivamente il processo. Grazie agli strumenti in tal senso attivati, il 69% imprese interessate di un incremento della quota di fatturato estero sul totale, passata dal 48% all'*entry* al 53% all'*exit* o all'ultimo anno disponibile in caso di mancata cessione (valori mediani).

3.4 I disinvestimenti

Le profonde discontinuità macroeconomiche e geopolitiche che hanno caratterizzato gli ultimi anni hanno contribuito a generare un contesto di mercato poco favorevole alla profittevole dismissione degli asset detenuti nei portafogli del *private equity* globale. Forte volatilità, aumento del costo del capi-

⁴⁰ AIFI e BIP Corporate Finance & Strategy (2025)

⁴¹ LIUC Business School – Osservatorio PEM (anni vari)

Grafico 7 Evoluzione dei disinvestimenti di *buyout* nel mercato globale del private equity (n°, \$ Mld)

Fonte: Preqin

tale e persistenti divergenze nelle aspettative di valutazione tra buyer e seller hanno reso i processi di disinvestimento significativamente più lunghi e complessi, con conseguente rallentamento dell'intero ciclo di investimento e limitazione delle *sovra-performance* tipiche del settore.

Considerando le sole operazioni di *buyout*, dopo il picco raggiunto nel 2021 il volume globale dei disinvestimenti ha continuato a ridursi, attestandosi nel 2025 a circa 1.960 operazioni, uno dei livelli più bassi dell'ultimo decennio. Nel dettaglio, dal 2018 a oggi, le operazioni di *trade sale* si sono ridotte mediamente dell'8%, mentre i *secondary buyout* hanno registrato una contrazione del 10%, pur continuando a rappresentare rispettivamente il 57% e il 37% del numero complessivo di *exit* e riaffermandosi sistematicamente come *exit strategy* privilegiate da parte dei gestori globali. Al contrario, in linea con le dinamiche che hanno interessato i mercati pubblici, il segmento delle IPO ha subito un drastico ridimensionamento: il numero di operazioni si è ridotto mediamente del 30%, passando da 278 (11% del numero complessivo di *exit* dell'anno) ad appena 71 (4%)⁴².

In termini di ammontare, al netto del dato eccezionale del 2021, il controvalore aggregato delle operazioni di disinvestimento si è mantenuto relativamente stabile negli ultimi anni, oscillando intorno ai 440-450 miliardi di dollari annui. Anche nel 2025, nonostante il brusco calo del numero di transazioni concluse, l'ammontare disinvestito è rimasto in linea con gli anni precedenti, portando la dimensione media delle *exit* a toccare il record storico di oltre 3,7 miliardi di dollari, in crescita di oltre il 50% rispetto ai valori medi a 7 anni. Ciò conferma, coerentemente con le dinamiche osservate sul fronte delle operazioni di investimento, come il mercato globale del *private equity* si stia progressivamente concentrando su un numero più ristretto di operazioni, ma di qualità e dimensione sempre più elevate.

Alla base del complessivo rallentamento dell'attività di disinvestimento vi è la crescente difficoltà di conciliare le aspettative di rendimento dei gestori con le condizioni effettive di mercato. In particolare, i continui episodi di volatilità e l'accresciuta incertezza ambientale hanno reso sempre più complessa la corretta valutazione degli *asset* detenuti, generando spesso condizioni non adeguate alla profittevole dismissione delle partecipazioni in portafoglio. Da un lato, *buyer* industriali e finanziari faticano a individuare un numero sufficiente di *asset* caratterizzati da qualità e resilienza tali da giustificare valutazioni elevate; dall'altro, i gestori risultano sempre meno disposti

⁴² Preqin (2025)

a cedere partecipazioni a multipli inferiori rispetto a quelli necessari per garantire i rendimenti attesi dagli investitori. In questo contesto, i gestori tendono sempre più frequentemente a prolungare i tempi di permanenza degli asset in portafoglio, continuando a investire nella crescita operativa delle società partecipate piuttosto che forzare *exit* in condizioni ritenute non ottimali. A maggior ragione in una fase storica in cui molti *asset* sono stati acquisiti a multipli d'ingresso particolarmente elevati e, in assenza di una sufficiente crescita operativa, conseguire livelli di *performance* coerenti con le aspettative storicamente associate al settore – agevolando di conseguenza i futuri sforzi di raccolta – richiede valutazioni in uscita più elevate di quanto originariamente previsto in sede di acquisizione. L'allungamento strutturale dei periodi di detenzione sta tuttavia producendo effetti rilevanti anche sotto il profilo dei rendimenti dell'industria, penalizzando gli IRR, comprimendo le distribuzioni agli investitori intorno ai minimi storici e compromettendo le capacità di raccolta di nuovi fondi. Complessivamente, il risultato delle dinamiche evidenziate è un crescente accumulo di asset non dismessi nei portafogli globali dei gestori che, pur generando tensioni sul fronte della liquidità e del riciclo del capitale, rappresenta al contempo il più rilevante bacino di opportunità per le future operazioni di investimento e disinvestimento. In questo senso, ciò che oggi costituisce un elemento di criticità è destinato a trasformarsi nel principale motore della ripresa nel prossimo ciclo di *deal-making* globale.

Tuttavia, finché i canali di uscita tradizionali rimarranno parzialmente bloccati, l'industria sarà chiamata a ripiegare su nuove soluzioni di liquidità per rispondere alle difficoltà strutturali del mercato delle *exit*. È in questo scenario che si colloca la forte espansione registrata nell'ultimo decennio dal mercato secondario. Nel 2025, i volumi globali di transazioni di secondario – sia GP-led sia LP-led – hanno raggiunto i 240 miliardi di dollari, in crescita del 48% rispetto al 2024 e dell'80% rispetto al precedente picco registrato nel 2021⁴³. Parallelamente, gli *asset under management* del mercato secondario del *private equity* sono più che triplicati nell'ultimo decennio, passando da 171 a oltre 540 miliardi di dollari, e anche la raccolta ha continuato a crescere, con un numero limitato di fondi – 37 nel 2025 – arrivato a rappresentare oltre il 13% della raccolta complessiva del mercato⁴⁴. Particolarmente rilevante è stata la crescita delle operazioni GP-led, capaci di garantire maggiore flessibilità e liquidità tanto ai gestori quanto agli investitori. Per i gestori, queste transazioni consentono di risolvere il *trade-off* tra i vincoli temporali imposti dal ciclo di vita dei fondi e le tempistiche di creazione di valore sempre più lunghe, permettendo al contempo l'ingresso di nuovi investitori in investimenti pregressi. Per gli investitori, si apre la possibilità di scegliere tra liquidità immediata, mantenimento dell'esposizione o una combinazione delle due opzioni. Alla base di tale sviluppo vi è soprattutto la diffusione dei *Continuation Funds*, veicoli attraverso cui uno (*"Single-Asset Continuation Fund"* o SACF) o più asset (*"Multi-Asset Continuation Fund"* o MACF) vengono ceduti da un fondo preesistente a un nuovo veicolo di investimento raccolto e gestito dal medesimo GP, che continua così a detenere e valorizzare le partecipazioni trasferite. Nel 2025, i *Continuation Funds* hanno rappresentato circa l'89% dei volumi delle transazioni GP-led. I dati di mercato indicano inoltre che tali strumenti hanno assunto un peso crescente tra le *exit sponsor-backed* a livello globale, arrivando a pesare per circa il 14% dei volumi complessivi, quota più che raddoppiata rispetto al 5% del 2021⁴⁵.

In parziale controtendenza rispetto al panorama internazionale e dopo una fase di relativo stallo, l'attività di disinvestimento in Italia sembrerebbe tornata a crescere, complice la crescente centralità del mercato privato quale destinazione finale degli asset partecipati.

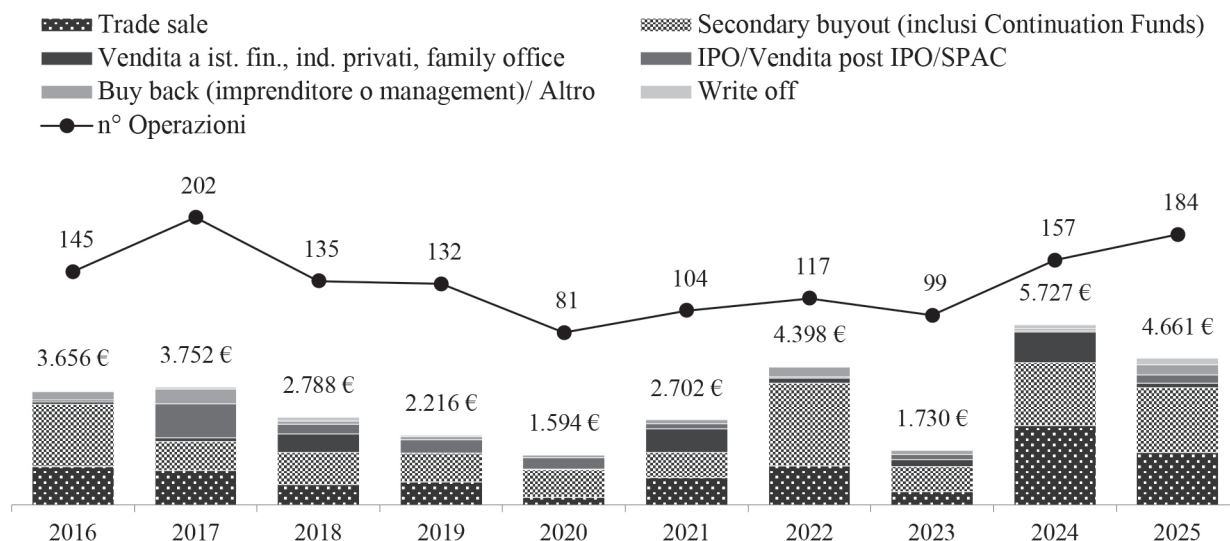
Dal 2016 a oggi, il mercato italiano ha visto la realizzazione di oltre 1.350 operazioni di *exit*, distribuite su circa 1.900 società partecipate, per un ammontare disinvestito complessivo – calcolato al costo di acquisto – pari a circa 33 miliardi di euro. Sebbene il numero di dismissioni si sia mantenuto

⁴³ Jefferies (2026)

⁴⁴ Preqin (2025)

⁴⁵ Jefferies (2026)

Grafico 8 Evoluzione dei disinvestimenti nel mercato italiano del private equity (€ Mln, n°)



Fonte: AIFI e PwC

su livelli tendenzialmente contenuti dopo il picco raggiunto nel 2017, i dati evidenziano una significativa crescita del settore sotto il profilo dell'ammontare disinvestito. Tra il 2006 e il 2015, le 157 operazioni realizzate mediamente ogni anno generavano infatti un controvalore medio di poco superiore ai 2 miliardi di euro, significativamente inferiore rispetto agli oltre 3,3 miliardi associati alle 135 operazioni annue del periodo successivo. In merito, il biennio 2024-2025 ha registrato risultati particolarmente rilevanti: oltre 10 miliardi di euro disinvestiti, pari a circa il 58% del totale cumulato nel periodo 2016-2025 e su livelli mediamente superiori rispetto al precedente record del 2022. Il 2025 ha altresì visto una forte ripresa anche sotto il profilo numerico: le operazioni di *exit* hanno superato la soglia delle 180 dismissioni, in crescita per il terzo anno consecutivo (+17% rispetto al 2024 e +60% rispetto al 2023) e prossime ai livelli record del 2017. Le dinamiche in atto riflettono una significativa crescita dimensionale delle operazioni in uscita, coerentemente con quanto accaduto sul fronte degli investimenti: dai circa 13 milioni di euro mediamente disinvestiti per singola operazione nel periodo 2006-2015, si è passati ai 24 milioni del decennio successivo, con picchi prossimi ai 40 milioni tra il 2022 e il 2024⁴⁶.

Ciò evidenzia come, anche a seguito dei processi di valorizzazione operativa e delle strategie di *buy-and-build* sempre più diffuse nel settore, le società detenute nei portafogli del *private equity* raggiungano sempre più di frequente una scala significativamente superiore rispetto al passato al momento della cessione. Questo accresce la complessità dei processi di disinvestimento, soprattutto nei casi in cui si cerchi di ricollocare le partecipazioni presso acquirenti industriali di matrice nazionale. Osservando infatti le strategie adottate in fase di *exit* emerge come, pur mantenendo un ruolo di rilievo nel mercato, la vendita a soggetti industriali sta progressivamente lasciando spazio a cessioni *sponsor-to-sponsor*, segmento a maggiormente crescita dell'ultimo decennio. Tra il 2016 e il 2025, sono state realizzate circa 500 operazioni di *trade sale*, pari al 37% del numero complessivo di disinvestimenti mappati, per un controvalore di oltre 10 miliardi di euro (32% del totale). Nello stesso periodo, le operazioni di *secondary buyout* sono state circa 330 – pari al 25% del totale – ma hanno attratto quasi 14 miliardi di euro, oltre il 40% dei capitali complessivamente disinvestiti. Inoltre, negli ultimi cinque anni, il peso delle cessioni ad altri operatori di *private equity* è cresciuto significativamente anche sotto il profilo numerico, arrivando a rappresentare circa il 30% delle *exit* complessive,

⁴⁶ AIFI e PwC (anni vari)

anche grazie alla progressiva diffusione sul mercato italiano di strumenti quali i *Continuation Funds*. Parallelamente, si sta osservando un forte ridimensionamento delle *exit* realizzate tramite il mercato pubblico: dal 2016 a oggi, le quotazioni riconducibili a operatori di *private equity* sono state appena 98 (7% del totale) e sono passate da una media annua di 13 operazioni nel periodo 2016-2020 a una di sole 7 nel quinquennio successivo. A fronte di tale dinamica, un ruolo emergente nel mercato delle dismissioni è quello giocato da istituzioni finanziarie, investitori privati e *family office*, il cui contributo, come si è discusso in precedenza, si sta progressivamente consolidando lungo tutte le fasi del ciclo del capitale. Fino a pochi anni fa, tali soggetti partecipavano mediamente a non più del 5% delle operazioni di disinvestimento, rappresentando una quota analoga dei capitali dismessi. Nell'ultimo quinquennio (2021-2025), la loro partecipazione è salita all'8% in termini numerici e al 13% in termini di ammontare, raggiungendo nel 2024 il record di oltre 970 milioni di euro assorbiti⁴⁷.

3.5 Il mercato del *private debt*

Nonostante gli ultimi decenni abbiano visto una progressiva apertura a canali di finanziamento alternativi al credito tradizionale, il tessuto imprenditoriale italiano – così come quello europeo – continua a essere caratterizzato da una forte dipendenza dal sistema bancario. In questo scenario, al fine di rispondere alle difficoltà di accesso al credito emerse all'indomani della crisi finanziaria globale del 2008, il legislatore nazionale ha progressivamente introdotto una serie di misure volte a favorire lo sviluppo di fonti di finanziamento complementari e alternative al canale creditizio tradizionale. Un passaggio fondamentale in questo percorso è stata l'introduzione del *Decreto Sviluppo* del 2012⁴⁸, recante la cosiddetta disciplina dei *minibond*, volta a rendere maggiormente accessibili gli strumenti di debito privato anche alle imprese di minori dimensioni. Ciò ha favorito l'ingresso sul mercato di nuovi operatori: nel tentativo di rafforzare la capacità degli emittenti più piccoli di intercettare flussi finanziari anche internazionali, diversi investitori di matrice domestica hanno dato avvio alla costituzione di fondi dedicati all'investimento in obbligazioni societarie, obbligazioni convertibili, partecipative e subordinate, cambiali finanziarie, strumenti ibridi, nonché l'intero universo dei *minibond*, ponendo le basi per lo sviluppo del mercato italiano del *private debt*.

Da allora, il mercato domestico del debito privato è andato incontro ad un profondo sviluppo, inserendosi all'interno di un più ampio percorso evolutivo che ha interessato l'intera industria globale degli investimenti alternativi e che l'ha portato ad imporsi come una delle realtà più dinamiche e consolidate dell'universo internazionale del *private capital*. Nel mondo, il comparto conta oggi oltre 3.000 operatori specializzati e *asset under management* superiori ai 2.000 miliardi di dollari, valore circa cinque volte superiore rispetto a quello registrato all'inizio del decennio scorso. Nel 2025, l'attività di *fundraising* del settore ha raggiunto circa 180 miliardi di dollari, confermando il forte interesse degli investitori istituzionali verso il comparto. Particolarmente rilevante è stato il contributo del mercato europeo, che nel 2025 ha registrato il miglior risultato degli ultimi anni⁴⁹.

Parallelamente, il numero di strategie disponibili si è notevolmente ampliato, includendo non soltanto il *direct lending*, ma anche *venture debt*, *mezzanino*, *distressed debt*, *special situations*, infrastrutture e numerose soluzioni ibride tra debito ed *equity*. Appare dunque evidente che, nato sostanzialmente come alternativa al credito bancario, il *private debt* è oggi arrivato a rappresentare una vera e propria *asset class* istituzionale, capace di accompagnare le imprese lungo tutte le fasi del proprio ciclo di vita e sempre più integrata con le strategie dei più longevi operatori di *private equity* e *venture*

⁴⁷ AIFI e PwC (anni vari)

⁴⁸ Decreto-legge 22 giugno 2012 n. 83.

⁴⁹ Preqin (2026b)

capital. Non sorprende, in questo senso, che molti dei principali gestori internazionali, attivi soprattutto nel comparto dei *buyout*, abbiano progressivamente sviluppato piattaforme dedicate al credito privato, offrendo soluzioni finanziarie complementari all'investimento in capitale di rischio.

In questo scenario, anche il mercato italiano ha vissuto negli ultimi anni una fase di rapida espansione, favorita dalla crescente necessità delle imprese di diversificare le proprie fonti di finanziamento e dalla conseguente apertura normativa degli inizi dello scorso decennio. In poco più di dieci anni, i capitali raccolti dagli operatori di *private debt* sono passati da 100 milioni di euro a oltre 1 miliardo di euro annuo, per un totale cumulato di circa 8,7 miliardi. Oltre il 60% della raccolta complessiva è stato realizzato nel solo ultimo quinquennio, periodo culminato nel record di circa 1,4 miliardi di euro raccolti nel 2024. Parallelamente, in linea con quanto osservato nel mercato del *private equity*, il *fundraising* ha conosciuto una progressiva evoluzione della propria base di investitori all'insegna di una maggiore diversificazione delle fonti disponibili. Infatti, mentre il settore pubblico ha mantenuto stabilmente il proprio ruolo primario nell'alimentare il comparto, il peso di banche e assicurazioni si è progressivamente ridotto, lasciando maggiore spazio a fondi pensione privati, investitori individuali e *family office*. La crescita dei volumi di raccolta ha inevitabilmente contagiato l'attività di investimento: proprio nel 2025, i capitali sottoscritti hanno raggiunto un nuovo massimo storico di oltre 6,7 miliardi di euro, portando il totale cumulato a sfiorare i 26 miliardi di euro investiti, distribuiti su oltre 1.000 società finanziate. Circa l'80% dell'ammontare sottoscritto e il 65% delle imprese finanziate si concentrano nell'ultimo quinquennio, a ulteriore riprova della rapida accelerazione che sta interessando il comparto e che sta contribuendo a configurarlo sempre più come componente integrante delle strategie di sviluppo del *private capital*⁵⁰.

Uno degli aspetti più interessanti dell'evoluzione recente del comparto riguarda infatti il crescente livello di integrazione con i capitali del *private equity*. Se in passato il credito privato era prevalentemente destinato a sostenere investimenti produttivi e percorsi di crescita organica, oggi i fondi di debito affiancano sempre più frequentemente gli operatori di *private equity* nel finanziamento di operazioni di acquisizione, consolidamento e *buy-and-build*. Non a caso, nel 2025, quasi il 70% delle imprese finanziate risultava già partecipato da fondi di *private equity*, contro una quota inferiore al 50% soltanto cinque anni prima.

Come nel mercato del *private equity* e *venture capital*, il ruolo degli operatori internazionali ha fornito un contributo essenziale al consolidamento del settore, non soltanto sul piano quantitativo, ma anche qualitativo. Tra il 2010 e il 2020, la partecipazione di gestori esteri al mercato domestico pesava mediamente per il 30% del numero di finanziamenti e per circa la metà dei capitali investiti. Dal 2021 a oggi, questi operatori hanno promosso oltre il 40% delle operazioni di *private debt* domestiche, sottoscrivendo più dell'80% dei capitali investiti nello stesso periodo.

La sfida dei prossimi anni sarà consolidare questa traiettoria di sviluppo, ampliando la platea degli investitori, favorendo una maggiore diversificazione degli strumenti disponibili e rafforzando ulteriormente il ruolo del *private debt* quale componente strutturale del mercato dei capitali privati.

⁵⁰ AIFI e CDP (anni vari)

4. Tecnologia e regolamentazione: come la transizione digitale e l'evoluzione normativa stanno riscrivendo le regole del settore

4.1 L'impatto dell'innovazione tecnologia sul ciclo del capitale

L'accelerazione dei processi di trasformazione tecnologica e digitale protagonisti dell'ultimo decennio rappresenta oggi uno dei principali fattori di *re-evolution* dell'industria globale del *private capital*, con impatti profondi non solo sulle strategie di investimento e sui modelli di creazione di valore delle società partecipate, ma anche sul funzionamento dell'intero ecosistema degli stessi operatori finanziari. In un contesto caratterizzato da tassi di interesse più elevati, minore contributo della leva finanziaria e crescente pressione sui rendimenti, la capacità di sfruttare le nuove tecnologie è divenuta essenziale per sostenere la competitività del settore.

In questo scenario, intelligenza artificiale, *big data*, *cloud computing* e i più moderni strumenti digitali stanno assumendo un ruolo sempre più pervasivo lungo tutte le fasi del ciclo di investimento. Sul fronte delle attività di *deal-making*, l'integrazione di strumenti avanzati di *data analytics*, *machine learning* e AI generativa consentono di migliorare significativamente i processi di *scouting*, *screening* e valutazione delle opportunità di investimento, aumentando la rapidità di elaborazione delle informazioni e la capacità di individuare *pattern* di mercato e rischi operativi difficilmente intercettabili attraverso i modelli tradizionali. In particolare, nell'ultimo decennio, la rivoluzione digitale in corso ha sostenuto la rapida espansione dei settori ICT e *high-tech*, catalizzando l'attenzione – e i capitali – di gestori e investitori verso i comparti più innovati dell'economia e dando nuova linfa ai segmenti del *venture capital* e del *growth capital*.

Anche sul fronte delle attività di *portfolio management* e monitoraggio delle partecipate, l'automazione dei processi di *reporting*, l'analisi predittiva delle *performance* e l'elaborazione in tempo reale di dati finanziari e operativi permettono ai gestori di esercitare un controllo sempre più puntuale sulle società partecipate, favorendo interventi più rapidi sul piano operativo e strategico. Le trasformazioni in corso stanno altresì contribuendo a ridefinire il ruolo degli operatori nella *governance* delle *portfolio companies*: la crescente complessità tecnologica dei mercati rende sempre più centrale la capacità dei gestori di affiancare le imprese non soltanto sotto il profilo finanziario, ma anche nella definizione di nuove strategie di innovazione industriale.

La rivoluzione tecnologica non riguarda soltanto le imprese in portafoglio, ma coinvolge direttamente anche le infrastrutture dei mercati privati. Negli ultimi anni si è assistito alla rapida diffusione di piattaforme digitali specializzate nello scambio di partecipazioni in società non quotate, spesso integrate con sistemi avanzati di automazione, *blockchain* e intelligenza artificiale. Queste stanno progressivamente aumentando la trasparenza e l'efficienza di un mercato tradizionalmente caratterizzato da forte illiquidità e limitata accessibilità, attraendo una quota crescente di investitori *private* e *retail*. Anche in Italia iniziano a emergere i primi segnali in questa direzione, seppur con modelli ancora embrionali rispetto ai principali ecosistemi internazionali. La progressiva integrazione tra tecnologia e *alternative asset management* rappresenta un passaggio cruciale e sempre meno rinviabile per il mercato domestico, soprattutto in un contesto in cui rapidità decisionale, accesso ai dati e capacità di esecuzione stanno diventando fattori competitivi sempre più rilevanti.

In prospettiva, appare dunque evidente come la capacità degli operatori di integrare efficacemente tecnologia, competenze industriali e disciplina finanziaria rappresenterà uno dei principali elementi distintivi della “nuova” industria del *private capital*. In un mercato divenuto progressivamente più selettivo e concentrato, la disponibilità di infrastrutture e competenze tecnologiche avanzate diventa un fattore critico indispensabile per interpretare e governare la trasformazione digitale in corso. Ciò vale ancor più nel contesto europeo, che continua a mostrare segnali di ritardo strutturale rispetto ai principali ecosistemi globali.

4.2 Il ruolo del legislatore e l'evoluzione normativa in atto

A livello europeo e nazionale sono intervenuti diversi cambiamenti nel contesto normativo negli ultimi anni che hanno influenzato l'attività dei gestori di *private assets* e che si prevede segneranno le evoluzioni del mercato nel prossimo futuro. In primo luogo, il mercato finanziario nel suo complesso è interessato dalla *Savings and Investments Union* - in continuità con la precedente iniziativa di *Capital Markets Union* - un progetto di ampio respiro che si sviluppa lungo alcune direttrici principali:

- maggiori opportunità per i risparmiatori, attraverso la creazione di strumenti di investimento accessibili e sicuri per chi desidera diversificare il proprio portafoglio;
- più capitali per le imprese, in modo da facilitare l'accesso ai finanziamenti per sostenere l'innovazione e lo sviluppo;
- mercati più integrati e scalabili, per ridurre la frammentazione normativa e le barriere alle operazioni transfrontaliere;
- vigilanza più efficiente, così da armonizzare il quadro di supervisione per garantire equità e trasparenza a tutti gli operatori finanziari.

Questo processo ha quindi principalmente come finalità, da un lato, quella di accrescere e diversificare le opportunità di investimento per i risparmiatori europei, permettendo di ottenere rendimenti più elevati, anche attraverso l'accesso a strumenti di finanza alternativa; dall'altro, si propone di aumentare le opportunità per le imprese, facilitando l'accesso a canali alternativi di finanziamento rispetto a quelli più tradizionali, in grado di sostenere innovazione e sviluppo. In questo contesto il *private capital* può svolgere un ruolo chiave, perseguendo obiettivi di crescita del valore delle imprese partecipate e di remunerazione degli investitori.

Il legislatore europeo sta anche valutando alcuni interventi mirati per incidere sull'attuale quadro regolatorio dei gestori di fondi alternativi, con l'intento di facilitarne la diffusione e di migliorarne l'armonizzazione tra i vari Paesi. La Direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2011/61/EU) aveva già introdotto un quadro armonizzato di regole per i gestori dei FIA (Fondi di Investimento Alternativi), cercando di livellare le regole del gioco tra le differenti giurisdizioni. Tale direttiva ha previsto un passaporto per la gestione e la commercializzazione dei prodotti agli investitori professionali distinguendo tra gestori c.d. sotto soglia (AUM inferiore a 100 mln di euro o 500 mln di euro se non fanno uso della leva finanziaria) e c.d. sopra soglia.

Per i gestori sotto soglia, è previsto il regime della registrazione, che, pur sancendo obblighi di condotta e trasparenza, prevede controlli più limitati rispetto a quelli a cui sono sottoposti i gestori sopra soglia autorizzati, che possono appunto beneficiare dei vantaggi del passaporto. Viene anche prevista la possibilità di *opt-in* e quindi di assoggettamento volontario a tutti gli obblighi sanciti dalla Direttiva. Tale opzione è tipicamente stata scelta da gestori interessati a sviluppare l'operatività *cross border* e un processo di raccolta e investimento a livello internazionale.

Si è peraltro constatato che tale inquadramento non ha sempre facilitato lo sviluppo di questo mer-

cato, ma, al contrario, ha previsto anche un innalzamento dei costi a carico degli investitori, legati agli obblighi di *compliance* a cui sono stati assoggettati gli intermediari. Si è cercato quindi, negli anni successivi, di ovviare a queste difficoltà promuovendo *label* e passaporti specifici per alcune tipologie di prodotti, come gli EuVECA e gli ELTIF, che non hanno però garantito di per sé una maggiore diffusione presso la platea di potenziali sottoscrittori e una maggiore efficacia dell'attività di *fundraising*. Anche per questo, attualmente è in corso lo studio di correttivi mirati a rivedere il contesto disciplinato dalla AIFMD, in particolare perseguendo l'opportunità di interventi di semplificazione e proporzionalità nel sistema della regolamentazione e supportando la posizione della Commissione europea nell'eliminare le divergenze nei processi di autorizzazione, registrazione e commercializzazione presenti nelle diverse giurisdizioni nazionali. Si richiama quanto recentemente previsto nell'ambito della consultazione europea "*EU Venture and Growth funds capital reform*" in cui ci si interroga su quali, tra i requisiti AIFMD, costituiscano un onere non proporzionale e dovrebbero essere semplificati o eliminati (ad esempio, norme organizzative, *reporting*, valutazione, norme sulle società in portafoglio, remunerazione, requisiti di leva finanziaria e liquidità, etc.).

Un'altra normativa destinata ad incidere sul mercato dei fondi alternativi nei prossimi anni è la Direttiva AIFM2 (Direttiva (UE) 2024/927), e il relativo recepimento, che amplierà lo spettro delle attività esercitabili dai gestori e introdurrà una disciplina armonizzata a livello europeo dei FIA di credito. Tra gli auspici è che si faciliti l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese dell'UE garantendo un livello uniforme di protezione degli investitori, affrontando e gestendo, al contempo, i potenziali rischi microprudenziali e macroprudenziali che potrebbero derivare da tale attività.

Si menziona anche un'ulteriore area che negli ultimi anni è stata – e lo sarà anche in futuro – oggetto di importanti modifiche: si tratta della revisione delle regole relative agli investimenti di enti di previdenza integrativa, compagnie assicurative e banche, con l'obiettivo di rafforzare la capacità di raccolta dei gestori di *private capital*, allentando i vincoli che ostacolano le allocazioni degli investitori istituzionali in queste *asset class*.

Più nel dettaglio, con riferimento al comparto della previdenza integrativa, con il c.d. *pension package* si rivolge una raccomandazione agli Stati membri che invita, da un lato, a introdurre l'iscrizione automatica dei lavoratori nei regimi complementari – lasciando sempre la possibilità di rinunciare – e, dall'altro, a sviluppare sistemi completi di tracciamento nazionali sulla sostenibilità e l'adeguatezza dei sistemi multi-pilastro. Ciò dovrebbe contribuire ad aumentare la dimensione media dell'*asset under management* dei gestori di previdenza integrativa, così da accrescere proporzionalmente anche la loro allocazione in *asset class* alternative, in un contesto di corretta diversificazione, similmente a quanto avviene, ad esempio, negli Stati Uniti o in Canada.

Sono state poi presentate due proposte: la prima, sulla direttiva sugli enti pensionistici aziendali o professionali (IORP II), settore ad oggi eccessivamente frammentato, in modo da rimuovere barriere e favorire il consolidamento, consentire ai fondi di operare in modo più efficace, ridurre i costi, investire in modo più strategico e ottenere rendimenti più elevati; la seconda, sul regolamento del Prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP), finora frenato da rigidità strutturali, con l'obiettivo di renderlo più attraente e facilmente distribuibile. Elemento centrale del pacchetto è anche la comunicazione che chiarisce il principio della "*persona prudente*", che regola le scelte di investimento degli Iorp e dei Pepp. La sua interpretazione eterogenea negli Stati membri, spesso restrittiva, ha limitato la capacità di investire in azioni o in strumenti finanziari innovativi.

Per quanto riguarda il comparto assicurativo, la Commissione europea ha adottato le modifiche agli atti delegati di Solvency II con l'obiettivo, tra gli altri, di incoraggiare gli investimenti a lungo termine delle compagnie assicurative. In particolare, tra le novità rilevanti, vengono modificate le condizioni che consentono di utilizzare la categoria di *Long-term Equity Investment* (LTE), con modalità favorevoli (un fattore di ponderazione del rischio pari al 22% per gli investimenti azionari a lungo termine effettuati anche per il tramite di fondi di *private equity* e *venture capital*).

Sul fronte del comparto bancario, a valle della pubblicazione del c.d. “pacchetto bancario” delle nuove regole in materia prudenziale che modificano, in particolare, le condizioni che le banche dovranno rispettare nell’investimento in fondi di *private equity*, emerge come le nuove regole sono, in generale, più restrittive rispetto al passato.

La Commissione europea ha peraltro adottato una comunicazione che identifica i requisiti che le banche devono rispettare per beneficiare di un miglior trattamento prudenziale in termini di assorbimento di capitale ai sensi del Regolamento UE 575/2013 (*Capital Requirements Regulation – CRR*). Nello specifico, seguendo anche le indicazioni fornite da AIFI e altri *stakeholders* in sede di consultazione, vengono esplicitate le modalità applicative in caso di investimenti degli enti tramite programmi legislativi di investimento pubblico di cui all’art. 133(5) del Regolamento stesso. Inoltre, un passaggio della stessa comunicazione specifica che le regole e i criteri elaborati per le banche sulla base dell’art. 133(5) CRR possono essere applicati in modo equivalente anche alle compagnie di assicurazione.

Il processo è ancora in corso e si auspica che il riconoscimento di maggiore flessibilità nella regolamentazione degli investitori possa agevolare il flusso di risorse da canalizzare verso l’economia reale europea e le imprese non quotate per il tramite di fondi privati specializzati.

Riguardo al contesto italiano, si è concluso l’iter di riforma del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), approvata con D.Lgs. 27 marzo 2026, n. 47, e attualmente si sta affrontando la fase di attuazione. L’obiettivo della riforma è di giungere a una complessiva semplificazione delle regole del settore finanziario e favorire la canalizzazione di investimenti verso le imprese del nostro Paese, accrescendo la competitività del mercato. In questo ambito, vengono introdotte disposizioni di diretto interesse per gli operatori di private capital al fine di apportare maggiore flessibilità e proporzionalità alla regolamentazione dei gestori. Si promuove anche un avvicinamento del nostro quadro legislativo alle disposizioni previste a livello europeo.

Le principali novità possono essere sintetizzate come segue:

- il riconoscimento istituzionale delle asset class del private capital, con l’introduzione delle definizioni di private equity e venture capital, includendo anche la politica di investimento tipica dei fondi che investono in bond/minibond;
- l’introduzione, nell’ordinamento italiano, del già citato regime di registrazione per i gestori sotto soglia. Il legislatore italiano, infatti, nella fase di recepimento della Direttiva AIFM, pur prevedendo alcune semplificazioni per il regime di vigilanza dei gestori sotto soglia (possibilità di istituire un’unica funzione di controllo, esenzione dalle policy di remunerazione...) non aveva introdotto il regime di registrazione;
- la previsione di elementi di flessibilità in termini di rimborsi anticipati che risultano utili per facilitare l’attrazione dei capitali, rispondendo alle richieste che provengono dai sottoscrittori dei fondi;
- l’introduzione della nuova struttura di gestione della società di partenariato, che è da valutarsi positivamente in quanto volta a migliorare la competitività del mercato italiano e a favorire l’adozione di strutture di gestione già ampiamente utilizzate e conosciute, con risultati positivi, in altre giurisdizioni.

Ci si aspetta che questa riforma avrà un impatto importante sull’evoluzione del settore.

In primo luogo, per il riconoscimento, anche a livello istituzionale, che l’attività di *private capital* ha dal punto di vista giuridico. In ambito europeo, i documenti programmatici di Draghi e Letta avevano già fatto emergere il ruolo strategico che il capitale paziente, veicolato in forma di risparmio dagli investitori istituzionali di lungo periodo, può avere per la crescita delle imprese dell’Unione Europea.

Al contempo, si può prevedere che la riforma avrà come effetto una polarizzazione del mercato dei gestori di *private capital*. Da un lato, infatti, semplificando la regolamentazione dei gestori sotto soglia, si dovrebbe facilitare l'ingresso sul mercato e la crescita di piccoli gestori focalizzati su fasce basse di raccolta e in grado di rispondere alle esigenze di crescita di *start up*, ma anche di PMI, che costituiscono il fulcro del tessuto imprenditoriale del nostro Paese.

Dall'altro lato, la riforma rafforzerà il processo, tuttora in atto, di consolidamento e crescita dei gestori sopra soglia, che si affermeranno come piattaforme diversificate sulle diverse *asset class*, confermando e rafforzando il trend descritto nei paragrafi precedenti.

Bibliografia

- Acri e Ipsos (2025), *24^a Indagine annuale. Gli italiani e il risparmio: risparmio, tutela, inclusione e sviluppo*. Roma: Acri.
- Acri e Ipsos (2026), *25^a Indagine annuale. Gli italiani e il risparmio: risparmio, tutela, inclusione e sviluppo*. Roma: Acri.
- AIFI e BIP Corporate Finance & Strategy (2025), *Private Equity e creazione di valore*. Milano: AIFI.
- AIFI e CDP (anni vari), *Il mercato italiano del private debt*. Milano: AIFI.
- AIFI e PwC (anni vari), *Il mercato italiano del private equity e venture capital*. Milano: AIFI.
- AUB, AIDAF, Università Bocconi e UniCredit (2025), *XVII Rapporto AUB sulle aziende familiari italiane*. Milano: AUB.
- Bain & Company (2026), *Global Private Equity Report 2026*. Boston, MA: Bain & Company.
- Banca Centrale Europea (2026a), *Adjusted Loans to Euro Area Non-Financial Corporations Granted by MFIs*. Francoforte: European Central Bank.
- Banca Centrale Europea (2026b), *Euro Area Bank Lending Survey – April 2026*. Francoforte: European Central Bank.
- Banca d'Italia (2026), *Relazione annuale sul 2025*. Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia e Istat (2025), *La ricchezza dei settori istituzionali in Italia: 2005–2024*. Roma: Banca d'Italia e Istat.
- Bank of America Global Research (2023), *Global Fund Manager Survey – August 2023*. New York: Bank of America Securities.
- Bloomberg e S&P Global Market Intelligence (2025), *The World's Largest Banks by Assets 2025*. New York: Bloomberg e S&P Global Market Intelligence.
- Bloomberg (2026), *Global Equity Market Data and Capitalization Statistics*. New York: Bloomberg.
- Cirla, M. (2024), *25 anni di private equity in Italia. Esperienze e prospettive dei protagonisti del settore*. Milano: Guerini Next.
- Consob (2025), *Capital Markets in Italy. Rapporto 2025*. Roma: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.
- Consob (2026), *Bollettino Statistico n. 28 – Mercati*. Roma: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.
- Del Giudice, R. e Gervasoni, A. (2002), *Finanziarsi con il venture capital*, Milano: ETAS.
- Deloitte Private (2024), *The Family Office Insights Series - Global Edition, 2024*. Londra: Deloitte Private.
- European Securities and Markets Authority (2025), *ELTIF Market Developments and Authorisations in Europe*. Paris: ESMA.
- France Invest e Grant Thornton (2026) *Activité des acteurs du capital-investissement français en 2025*. Paris: France Invest
- Focus Risparmio (2026), *Investimenti a prova di frammentazione*, Focus Risparmio, 14(1), gennaio-febbraio 2026.
- Forbes (2026), *Forbes World's Billionaires List 2026*. Jersey City: Forbes Media.

- Forum per la Finanza Sostenibile e Ipsos (2025), *A prova di futuro: giovani, sostenibilità e investimenti*. Milano: Forum per la Finanza Sostenibile.
- Gervasoni, A. e Bechi, A. (2007), *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*. Bologna: Il Mulino.
- Gervasoni, A. (a cura di) (2008), *Manuale del Management Buy Out. Struttura finanziaria, fiscale e contrattuale, casi ed esperienze*. Roma: Bancaria Editrice.
- Gervasoni, A. (2021) *Finanza alternativa per l'economia reale*. Milano: Guerini Next.
- Gervasoni, A. e Sattin, F. (2022), *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*. Milano: EGEA.
- Henley & Partners (2025a), *The Henley Private Wealth Migration Report 2025*. Londra: Henley & Partners.
- Henley & Partners (2025b), *World's Wealthiest Cities Report 2025*. Londra: Henley & Partners.
- Invest Europe (2026), *Investing in Europe: Private Equity Activity 2025*. Brussels: Invest Europe.
- Istat (2025a), *Rilevazione sulle piccole e medie imprese e sull'esercizio di arti e professioni*. Roma: Istituto Nazionale di Statistica
- Istat (2025b), *Statistiche demografiche della popolazione residente*. Roma: Istat.
- Jefferies (2026), *Global Secondary Market Review*. New York: Jefferies Financial Group.
- J.P. Morgan Asset Management (2026), *Market Insights: Why Alternatives?* New York: J.P. Morgan Asset Management.
- LIUC Business School – Osservatorio PEM (anni vari), *Private Equity Monitor (PEM): rapporto sul mercato italiano del private equity*. Castellanza: Università Carlo Cattaneo – LIUC, in collaborazione con AIFI.
- LIUC-Università Cattaneo – Osservatorio VEM (anni vari), *Venture Capital Monitor (PEM): rapporto sul mercato italiano del private equity*. Castellanza: Università Carlo Cattaneo – LIUC, in collaborazione con AIFI.
- McKinsey Global Institute (2024), *The Next Big Arenas of Competition*. New York: McKinsey & Company.
- McKinsey & Company (2026), *Global Private Markets Report 2026*. New York: McKinsey & Company.
- Politecnico di Milano (2025a), *Osservatorio Family Office 2025*. Milano: School of Management, Politecnico di Milano.
- Politecnico di Milano (2025b), *Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI*. Milano: School of Management, Politecnico di Milano.
- Prequin (2025), *Private Equity Q4 2025: Quarterly Update*. Londra: Prequin.
- Prequin (2026a), *Private Equity in 2026: Global Report*. London: Prequin.
- Prequin (2026b), *Private Credit in 2026: Global Report*. London: Prequin.
- Prequin (2026c), *Evergreen Funds and Retail Alternatives Market Update*. London: Prequin.
- Private Equity International (PEI) (2026), *PEI 300 Ranking and Fundraising Review*. London: Private Equity International.
- Schroders (2025), *Sempre meno aziende decidono di quotarsi*. London: Schroders.
- UBS (2024), *Global Investment Returns Yearbook 2024*. Zurigo: UBS e Dimson, Marsh & Staunton Database.
- UBS (2025a), *Global Wealth Report 2025*. Zurigo: UBS.
- UBS (2025b), *Billionaire Ambitions Report 2025*. Zurigo: UBS.

I Numeri precedenti

- Quaderno n. 1/2004 – Il private equity come motore di sviluppo
- Quaderno n. 2/2004 – Le metodologie di valutazione della performance nell'attività di private equity e venture capital
- Quaderno n. 3/2004 – Manifesto per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech
- Quaderno n. 4/2005 – I fondi mobiliari chiusi di diritto italiano: profili normativi e di mercato alla luce del Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005
- Quaderno n. 5/2005 – La nuova disciplina dei patti parasociali nel private equity
- Quaderno n. 6/2005 – La tassazione dei proventi dei fondi mobiliari chiusi e le possibili strutture per investitori non residenti
- Quaderno n. 7/2005 – Il private equity come asset class per gli investitori istituzionali
- Quaderno n. 8/2006 – L'impatto della disciplina dei gruppi sul private equity
- Quaderno n. 9/2006 – Caratteristiche e sviluppo del mercato italiano del private equity e venture capital
- Quaderno n. 10/2006 – La contabilizzazione dell'avviamento nelle aggregazioni aziendali: il principio IFRS 3
- Quaderno n. 11/2006 – I fondi di fondi pubblico-privati per la creazione di nuove imprese tecnologiche
- Quaderno n. 12/2007 – Private equity e medie imprese italiane
- Quaderno n. 13/2007 – La riforma fallimentare in Italia
- Quaderno n. 14/2007 – Il ruolo del private equity nella trasformazione dell'impresa
- Quaderno n. 15/2007 – Private equity e private banking
- Quaderno n. 16/2007 – Fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture
- Quaderno n. 17/2008 – Il secondary private equity
- Quaderno n. 18/2008 – Problematiche di benchmarking per il settore del private equity
- Quaderno n. 19/2008 – L'impatto della Direttiva MiFID sull'attività di private equity
- Quaderno n. 20/2009 – Il portafoglio italiano del private equity. Analisi e considerazioni
- Quaderno n. 21/2009 – Profili di compliance nelle operazioni di Private Equity
- Quaderno n. 22/2009 – Metodi di valutazione e clausole anti-diluizione nel Private Equity e nel Venture Capital
- Quaderno n. 23/2009 – Private equity & green economy
- Quaderno n. 24/2010 – Gli statuti delle portfolio companies dopo la riforma del diritto societario
- Quaderno n. 25/2010 – Conferimenti, assistenza finanziaria e acquisto di azioni proprie: nuove prospettive per le acquisizioni
- Quaderno n. 26/2010 – Private equity e responsabilità sociale d'impresa
- Quaderno n. 27/2010 – Il Term Sheet nelle operazioni di Venture Capital
- Quaderno n. 28/2011 – Private equity ed economia italiana
- Quaderno n. 29/2011 – L'impatto della normativa antiriciclaggio sulle società di private equity
- Quaderno n. 30/2011 – La responsabilità degli Amministratori non esecutivi e i meccanismi di protezione nelle operazioni di private equity
- Quaderno n. 31/2012 – Il Private Equity nel nuovo assetto dell'economia italiana
- Quaderno n. 32/2012 – Le operazioni di ristrutturazione del debito nell'attuale contesto normativo e di mercato
- Quaderno n. 33/2013 – Il ruolo dei fondi pan europei nel mercato italiano del private equity
- Quaderno n. 34/2013 – La performance dei fondi di private equity: aspetti valutativi, contabili e fiscali
- Quaderno n. 35/2014 – Inquadramento del regime fiscale dei fondi di private equity e venture capital
- Quaderno n. 36/2014 – Il mercato secondario del private equity
- Quaderno n. 37/2015 – L'impatto della direttiva AIFM sui gestori dei fondi di private equity e venture capital in Italia
- Quaderno n. 38/2015 – La gestione straordinaria delle situazioni di crisi d'impresa
- Quaderno n. 39/2016 – Il fundraising nel private equity. Terms and Conditions
- Quaderno n. 40/2016 – Trent'anni di finanza alternativa
- Quaderno n. 41/2017 – La regolamentazione dei rapporti tra investitori istituzionali e imprenditori negli statuti delle società per azioni
- Quaderno n. 42/2017 – Gli investimenti dei fondi di private equity internazionali e il ruolo dell'Italia
- Quaderno n. 43/2018 – Il Corporate Venture Capital in Italia
- Quaderno n. 44/2019 – Private capital e sostenibilità
- Quaderno n. 45/2019 – Consiglieri indipendenti nelle portfolio companies dei fondi di private equity
- Quaderno n. 46/2020 – Le operazioni di leveraged buy out Profili civilistici e fiscali
- Quaderno n. 47/2020 – La SICAF: veicolo di investimento
- Quaderno n. 48/2021 – L'evoluzione del mercato secondario del private equity
- Quaderno n. 49/2021 – Modelli di intervento del Private Capital per il rilancio delle imprese
- Quaderno n. 50/2021 – L'asset class infrastrutturale e i fondi specializzati in Europa
- Quaderno n. 51/2021 – Brevetti, Know-how e altri diritti di proprietà intellettuale
- Quaderno n. 52/2022 – Le strategie di add-on nel private equity
- Quaderno n. 53/2023 – L'attribuzione della creazione di valore nel private equity
- Quaderno n. 54/2023 – Technology Transfer: dalla ricerca al mercato
- Quaderno n. 55/2023 – L'attività degli operatori di private equity domestici dal 2000 a oggi
- Quaderno n. 56/2024 – Intelligenza artificiale: scienza del fare impresa e finanza
- Quaderno n. 57/2024 – Il nuovo Codice della Crisi di Impresa
- Quaderno n. 58/2025 – Space Economy: opportunità e prospettive per i capitali privati
- Quaderno n. 59/2025 – Continuation fund: una nuova frontiera per la gestione attiva nel private equity

AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel private equity e nel venture capital.

L'Associazione rappresenta fondi e società che operano attraverso il capitale di rischio e strumenti di debito alternativi, investendo in aziende con l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate. Scopo finale dell'investimento è realizzare un piano di sviluppo delle aziende partecipate.

Poste Italiane S.p.A. – Spedizione in Abbonamento Postale – D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB
ISSN 1824-4734

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt
Via Pietro Mascagni, 7 – 20122 Milano
Tel. +39 02 7607531 – Fax +39 02 76398044
E-mail: quaderni@aifi.it – Web: www.aifi.it

