Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

L'intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del private capital: prospettive di sviluppo alla luce della riforma del TUF

Andrea Nuzzi
Chief Business Officer
CDP

Alessia Zeqja
Corporate Affairs Senior Professional
CDP Equity

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da
Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale
Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale
Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria
Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata
Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza
Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati
Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza
Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria
Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche
Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

L'intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del private capital: prospettive di sviluppo alla luce della riforma del TUF

Andrea Nuzzi
Chief Business Officer
CDP

Alessia Zeqja
Corporate Affairs Senior Professional
CDP Equity

Sommario*: 1. Inquadramento sistematico. - 2. Approccio e strumenti di intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del private capital. - 3. Considerazioni conclusive: alcuni spunti di riflessione in relazione alla riforma del TUF.

1. Inquadramento sistematico

Nel quadro della recente riforma [01] del Testo Unico della Finanza [02], le considerazioni del presente contributo intendono offrire una riflessione sul mercato italiano del *private capital* e della finanza alternativa, soffermandosi in particolare sul ruolo di Cassa Depositi e Prestiti (di seguito, anche "**Cassa**" o "**CDP**"), con peculiare riguardo alle modalità di intervento adottate e alle prospettive di sviluppo della sua operatività in tale ambito.

Allo scopo di avviare tale riflessione, occorre in via preliminare muovere da alcuni elementi di carattere sistematico.

* Le posizioni contenute nel presente contributo sono espresse dagli autori a titolo personale.

01 La riforma trova il proprio fondamento nella legge 5 marzo 2024, n. 21, recante interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la revisione organica del TUF. In attuazione di tale delega, il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, entrato in vigore il 29 aprile 2026, ha introdotto misure volte alla razionalizzazione e semplificazione della disciplina, nonché all'ampliamento degli strumenti operativi a disposizione del mercato dei capitali italiano.

02 Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, e successive modificazioni e integrazioni (di seguito, anche "**TUF**").

Un primo elemento di contesto concerne la posizione dell'Italia nel quadro europeo del mercato del capitale alternativo. Il nostro Paese continua a presentare, infatti, un divario significativo nello sviluppo degli strumenti di finanza alternativa e nella presenza di investitori attivi nelle relative *asset class* rispetto ai principali ordinamenti europei.

Tale divario emerge, tra l'altro, dal confronto con i livelli di investimento in *private equity* e *venture capital* registrati in altri sistemi europei, che risultano sensibilmente superiori a quelli osservabili nel mercato italiano [03].

Il dato assume rilievo ancora maggiore ove si consideri che anche l'Europa, nel confronto con il mercato statunitense, evidenzia una diffusione più contenuta degli strumenti di finanza alternativa, nonché una più marcata scarsità di investitori attivi nel mercato del *private capital*. L'anomalia italiana, pertanto, si inquadra in una più ampia anomalia del contesto europeo rispetto ai sistemi finanziari maggiormente evoluti: tale elemento di fragilità si riflette anche nella più ridotta incidenza degli investimenti alternativi sul complesso delle fonti di finanziamento delle imprese.

Un secondo elemento di contesto riguarda il persistente disallineamento tra risparmio privato disponibile e investimenti nei mercati alternativi. Un dato contribuisce efficacemente a qualificare la portata del fenomeno: circa il 70% dei risparmi dei cittadini dell'Unione europea, pari a quasi 10.000 miliardi di euro, permane allocato in depositi bancari. Anche con specifico riferimento all'Italia, l'ammontare della liquidità detenuta in depositi bancari, pari a circa 1600 miliardi di euro [04], conferma la persistenza di un significativo bacino di risparmio potenzialmente mobilitabile verso forme di investimento di medio-lungo periodo.

Un terzo elemento di contesto attiene all'interesse di CDP per la riforma del Testo Unico della Finanza: questo si collega, tra l'altro, alla funzione storicamente svolta dall'Istituto quale strumento di convogliamento del risparmio privato verso l'economia reale.

Tale funzione si traduce, sul piano operativo, nella raccolta di circa 300 miliardi di euro di risparmio postale veicolati da circa 27 milioni di risparmiatori e nel successivo impiego di tali risorse a sostegno di investimenti, infrastrutture, imprese e processi di sviluppo, secondo una logica di connessione tra risparmio diffuso e crescita del Paese.

La quarta premessa attiene alla coerenza tra gli obiettivi della riforma del Testo Unico della Finanza e quelli della *Savings and Investments Union* [05], già *Capital Markets Union* [06].

Nel dettaglio, un primo obiettivo comune consiste nel favorire l'accesso delle piccole

03 Cfr. Annual activity statistics; AIFI – PwC, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt 2025*.

04 https://www.fabi.it/2025/06/14/nei-salvadanai-delle-famiglie-italiane-6-030-miliardi/

05 Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses - Finance

06 Capital markets union 2020 action plan - Finance - European Commission

e medie imprese a fonti alternative di capitale, anche attraverso la riduzione di taluni oneri regolatori e il rafforzamento dei canali di investimento non bancari.

Un secondo obiettivo è rappresentato dalla facilitazione dell'accesso delle imprese al capitale di rischio, obiettivo perseguito anche mediante il riconoscimento di modelli organizzativi e veicoli di investimento più flessibili, maggiormente idonei a sostenere operazioni di *venture capital* e *private equity*.

Una terza finalità comune consiste nell'accrescere l'attrattività delle imprese italiane nei confronti degli investitori internazionali e istituzionali, anche mediante l'avvicinamento del quadro nazionale alle migliori prassi europee e il contenimento di fenomeni di arbitraggio regolamentare.

Un ulteriore scopo è l'incremento della competitività del mercato italiano del *private capital*, attraverso un quadro normativo più coerente con esigenze di differenziazione regolatoria e più favorevole alla nascita e alla crescita di operatori specializzati.

In questa prospettiva, la riforma del TUF e le iniziative europee in materia di unione dei mercati dei capitali condividono l'obiettivo di rendere più efficiente l'incontro tra risparmio e investimento, ampliando i canali di finanziamento disponibili per le imprese lungo le diverse fasi del loro ciclo di vita, dall'avvio alla crescita sino all'eventuale accesso ai mercati regolamentati.

2. Approccio e strumenti di intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del *private capital*

Per comprendere il significato dell'intervento di CDP nel mercato del *private capital* è necessario chiarire, in via preliminare, che cosa sia Cassa Depositi e Prestiti e quale posizione essa occupi nell'ordinamento economico italiano.

Cassa Depositi e Prestiti costituisce un *unicum* nel nostro ordinamento, in ragione di una fisionomia istituzionale peculiare, che la colloca, storicamente, al punto di incontro tra raccolta del risparmio e promozione dello sviluppo economico del Paese.

La sua configurazione attuale è il risultato di un'evoluzione che l'ha condotta da articolazione dell'amministrazione statale a società per azioni a controllo pubblico [07], con apertura del capitale a investitori di minoranza [08] e collocazione al di fuori del perimetro pubblico, secondo la classificazione Eurostat.

Collocata pertanto al di fuori della Pubblica Amministrazione, sviluppa un approccio di

07 Cfr. legge 17 maggio 1863, n. 1270, istitutiva della Cassa Depositi e Prestiti; decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, che ha disposto la trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni; decreto MEF del 6 ottobre 2004; statuto sociale di Cassa depositi e prestiti S.p.A.

08 Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. è una società per azioni a controllo pubblico, il cui capitale è detenuto in maggioranza dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (82,77%) e, per la restante quota, da Fondazioni di origine bancaria (17,23%).

"operatore di mercato", che agisce come un investitore privato, sostenendo rischi e benefici di ogni operazione [09].

In virtù di tali considerazioni, la Cassa si è caratterizzata per una rilevante evoluzione del proprio perimetro operativo.

Originariamente incentrata sulla raccolta del risparmio postale e sul finanziamento di attività di interesse pubblico a favore delle Pubbliche Amministrazioni, Cassa ha progressivamente esteso il proprio raggio d'azione, tra gli altri, al finanziamento delle imprese, agli investimenti, alla gestione di partecipazioni strategiche, al sostegno all'internazionalizzazione e, più di recente, alla cooperazione internazionale allo sviluppo.

In questo quadro, la sua operatività si articola tanto nell'impiego di risorse proprie, compatibilmente con il principio dell'operatore privato, quanto nella gestione di risorse pubbliche nell'ambito di specifici mandati istituzionali. In tale evoluzione si inscrive anche la qualificazione di CDP sia come "Istituto Nazionale di Promozione", sia come "Istituzione finanziaria per la cooperazione internazionale allo sviluppo", secondo un modello che ne accentua il ruolo di cerniera tra mercato, politiche pubbliche e sviluppo economico [10].

Muovendo da tali brevi considerazioni introduttive, può osservarsi come le finalità sottese alla riforma del Testo Unico della Finanza, alla *Saving and Investment Union* e alla *Capital Markets Union*, come sopra sinteticamente delineate, trovino corrispondenza in alcune delle principali premesse che hanno orientato la redazione del Piano Strategico 2025-2027 di CDP.

Quest'ultimo, nel confermare il ruolo del Gruppo quale piattaforma di finanza e competenze a sostegno della crescita del Paese, individua alcune direttrici che appaiono coerenti con la logica sottesa alla riforma del TUF: il rafforzamento della competitività del sistema economico, l'ampliamento dell'accesso delle imprese a strumenti finanziari diversificati, una maggiore capacità di attivazione di capitali di terzi secondo logiche di addizionalità e *crowding in*, nonché un incremento graduale della presa di rischio su ambiti ritenuti prioritari.

In questa prospettiva, il Piano, oltre a prevedere un'espansione quantitativa degli interventi di CDP, valorizza anche un modello di azione orientato a colmare lacune di mer-

09 Pur assumendo la forma giuridica di società per azioni, CDP opera sulla base di una disciplina peculiare, che tiene conto della sua funzione istituzionale e della natura pubblica del controllo. Tale disciplina consente, in alcune aree di attività, la vigilanza della Banca d'Italia e l'applicazione modulata delle regole ordinarie in materia bancaria e finanziaria, nel rispetto degli obiettivi di interesse generale che ne orientano l'operato.

10 Nel 2015 Cassa Depositi e Prestiti diventa l'Istituzione Finanziaria Italiana per la Cooperazione allo Sviluppo. In questo ruolo sostiene iniziative pubbliche di cooperazione internazionale e finanzia investimenti di aziende europee e italiane nei mercati emergenti e in via di sviluppo. Con la Legge di Stabilità 2016, CDP diventa l'Istituto Nazionale di Promozione italiano, assumendo un ruolo chiave nell'attuazione del Piano Juncker.

cato, ad accompagnare la crescita dimensionale delle imprese e a favorire lo sviluppo di un ecosistema del *private capital* più profondo, attrattivo e coerente con l'obiettivo – perseguito anche dalla riforma del TUF – di rendere più efficiente la canalizzazione del risparmio verso investimenti produttivi e di lungo periodo.

La convergenza tra gli obiettivi della riforma e le premesse del Piano Strategico 2025-2027 di CDP emerge con ancora maggiore evidenza ove considerata nel contesto di alcuni fattori strutturali di debolezza che caratterizzano il mercato italiano, tra i quali meritano di essere richiamati i seguenti:

- una riduzione del supporto del sistema bancario in termini di finanziamento delle piccole e medie imprese, anche per motivi di natura regolatoria. In particolare, negli ultimi dieci anni il credito bancario si è ridotto da circa 800 miliardi di euro a circa 600 miliardi di euro e, nello stesso arco temporale, il credito bancario a favore delle imprese è passato dal 50% al 27% del PIL italiano;

- una bassa capitalizzazione del mercato italiano, pari a circa il 38% del PIL;

- un rilevante ritardo rispetto ai concorrenti sia europei sia extraeuropei nelle *asset class* del *private equity* e del *venture capital*.

In questo contesto, l'azione di Cassa Depositi e Prestiti si sviluppa secondo una logica anticiclica: in altre parole, il bilancio di Cassa viene impiegato in misura più intensa nelle fasi in cui le difficoltà di sviluppo del mercato risultano maggiori.

Una rappresentazione significativa di tale approccio è data dal confronto tra la contrazione del credito bancario a favore delle imprese nell'ultimo decennio, come osservato prima, e l'incremento, nello stesso periodo, dello *stock* di credito di CDP a favore di aziende e infrastrutture, più che raddoppiato fino a raggiungere un livello attuale pari a circa 75 miliardi di euro.

Focalizzando l'attenzione al mercato del *private capital*, Cassa interviene adottando una strategia basata sui seguenti *driver*:

- un primo livello di intervento si colloca "a monte" del mercato: l'obiettivo è favorire la creazione di un ecosistema dell'*asset management* più fluido e profondo, coinvolgendo altri investitori istituzionali, quali casse professionali, fondi pensione negoziali e imprese di assicurazione, e provando ad attuare un'azione di c.d. *crowding in*, vale a dire la capacità di attrarre ulteriori investitori, finanziatori e garanti nelle operazioni cui partecipa Cassa Depositi e Prestiti. In questa prospettiva, la presenza di CDP svolge spesso una funzione segnaletica positiva per il mercato, rafforzando la credibilità dell'operazione e l'interesse di altri operatori, anche in ragione del ruolo spesso svolto di *anchor investor* o *anchor lender*;

- un secondo livello di intervento nel *private capital* è rappresentato dal coinvolgimento di Cassa "a valle", direttamente in strumenti che presentano maggiori difficoltà di sviluppo sul mercato. L'esempio più significativo è costituito dal comparto dei *minibond* e

dei *basket bond*, rispetto al quale CDP ha progressivamente consolidato una posizione di rilievo;

- un terzo livello di intervento, di natura trasversale, concerne la predisposizione di iniziative volte ad avvicinare le imprese, in particolare le piccole e medie imprese, al mercato del *private capital*, accrescendone l'attrattività nei confronti degli investitori istituzionali.

La rilevanza dell'intervento di CDP nelle tre direttrici appena richiamate emerge con particolare evidenza ove si considerino alcuni dati di operatività:

- con riferimento al primo fronte, CDP svolge un ruolo di *sponsor* e promotore di strumenti di investimento idonei a operare lungo l'intero ciclo di vita delle imprese, dal *venture capital* al *private equity*, sino ai segmenti del credito, dell'*equity* liquido e del *turn-around*. In particolare, nel *venture capital* CDP opera come primo investitore italiano, con circa 5 miliardi di euro di *asset under management*, sia direttamente che secondo una logica di "fondo di fondi", avendo contribuito a creare un ecosistema di circa 1300 aziende partecipate direttamente o indirettamente. Nel *private equity*, Fondo Italiano d'Investimento SGR [11] presenta circa 4,3 miliardi di euro di *asset under management*. Nel segmento del credito, Cassa ha investito in oltre 20 fondi per circa 800 milioni di euro, attraendo ulteriori risorse fino a un totale di circa 3,3 miliardi di euro di investimenti complessivi, a beneficio di circa 2600 aziende. Nell'*equity* liquido, il Fondo Nazionale Strategico del Patrimonio Rilancio [12] ha investito in 6 fondi per circa 250 milioni di euro, a fronte di una raccolta complessiva di circa 500 milioni di euro. Nel segmento del *turnaround*, infine, risultano perfezionate delibere di investimento in 10 fondi per circa 1 miliardo di euro, con un *target* di raccolta complessivo pari a circa 2 miliardi di euro;

- con riguardo al comparto dei *minibond* e dei *basket bond*, l'intervento di Cassa ha contribuito in misura significativa alla crescita del segmento, attraverso investimenti pari a circa 600 milioni di euro, una raccolta complessiva di circa 1,3 miliardi di euro e il sostegno a circa 300 aziende, in particolare piccole e medie imprese e *mid-cap*. Particolarmente significativo è il fatto che, in circa il 90% dei casi, le imprese interessate non avevano mai emesso in precedenza uno strumento di debito riservato a investitori istituzionali;

- con riferimento alla terza direttrice di intervento, la componente trasversale si concretizza nella predisposizione di strumenti non finanziari idonei ad accompagnare le

11 Società di gestione del risparmio partecipata da CDP per il tramite di CDP Equity, che detiene il 55% del capitale sociale della SGR.

12 Il Patrimonio Rilancio è un patrimonio destinato costituito da Cassa Depositi e Prestiti su autorizzazione legislativa, con la finalità di sostenere la patrimonializzazione e il rilancio delle imprese italiane colpite dalla crisi pandemica da Covid-19. È stato introdotto dall'art. 27 del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. "Decreto Rilancio"). Il Fondo Nazionale Strategico è uno degli strumenti operativi istituiti nell'ambito del Patrimonio Rilancio di CDP, con la finalità di sostenere imprese italiane considerate strategiche per il sistema economico nazionale.

imprese verso il mercato dei capitali. Rientrano in tale ambito, ad esempio, la *Capital Structure Advisory*, quale attività di assistenza non finanziaria finalizzata allo sviluppo di piani strategici, industriali ed economico-finanziari solidi, nonché i programmi di accelerazione d'impresa, che contribuiscono a migliorare il posizionamento competitivo delle imprese e la loro leggibilità nei confronti degli investitori istituzionali. Tali programmi accompagnano le imprese partecipanti attraverso sessioni di *training*, *coaching* e supporto su temi quali internazionalizzazione, *export*, digitalizzazione e sostenibilità.

3. Considerazioni conclusive: alcuni spunti di riflessione in relazione alla riforma del TUF

La riforma del Testo Unico della Finanza rappresenta un tentativo organico di miglioramento dell'efficienza dei segmenti del mercato del *private capital*, mediante un insieme coordinato di misure volte a semplificare il quadro regolatorio, ampliare la platea degli operatori e favorire la canalizzazione del risparmio verso investimenti produttivi.

Coerentemente con tali obiettivi, le nuove disposizioni sono orientate a incrementare la trasparenza, conseguire una maggiore semplificazione regolatoria, attenuare le barriere all'entrata e ridurre alcuni colli di bottiglia che hanno storicamente limitato lo sviluppo del mercato nazionale dei capitali.

Tra le innovazioni che meglio esprimono tale impostazione si colloca l'introduzione dei gestori di FIA sottosoglia registrati. Il decreto legislativo attuativo ha infatti sostituito, per tali operatori, il precedente modello autorizzativo con un regime semplificato di registrazione, coerente con il principio di proporzionalità e rivolto a soggetti caratterizzati da dimensioni contenute o ridotto impatto sistemico.

La misura appare particolarmente rilevante per favorire l'ingresso sul mercato di *first-time-first-team fund* di prima costituzione e di operatori specializzati in segmenti di nicchia, in particolare nel *venture capital* e negli investimenti alternativi chiusi riservati.

Tale misura richiede tuttavia una valutazione attenta in chiave prospettica. Se, da un lato, il regime di registrazione riduce gli oneri di accesso e alleggerisce l'intensità della vigilanza, dall'altro resta essenziale il raggiungimento di una dimensione minima, in termini di *Asset Under Management*, che possa garantire sostenibilità economica dell'iniziativa, capacità di attrarre componenti del *team* di investimento di qualità e attrattività nei confronti di investitori istituzionali evoluti.

La semplificazione, pertanto, costituisce una condizione necessaria ma non sufficiente per il consolidamento dell'operatore.

Un secondo esempio di particolare interesse è costituito dall'introduzione delle società di partenariato, che mirano ad avvicinare l'ordinamento italiano a modelli ampiamente diffusi in altri sistemi, in particolare a quello della *limited partnership*.

La scelta appare apprezzabile nella misura in cui riduce potenziali distorsioni derivan-

ti dall'arbitraggio regolamentare e mette a disposizione del mercato domestico uno strumento potenzialmente più adatto a iniziative di *private capital*, *club deal* e strutture riconducibili al mondo dei *family office*, con possibili effetti positivi in termini di attrazione di investitori internazionali.

Un terzo profilo di rilievo riguarda l'ampliamento del novero degli investitori professionali di diritto, con inclusione delle casse previdenziali. Tale intervento può agevolare l'espansione della platea di co-investitori istituzionali nei segmenti del *private capital* e contribuire alla mobilitazione di risorse di lungo termine verso l'economia reale.

Resta tuttavia necessario che tali soggetti accompagnino il mutamento regolatorio con un rafforzamento delle competenze tecniche, dei sistemi informativi, dei processi interni e degli assetti organizzativi, così da presidiare in modo adeguato il profilo rischio-rendimento degli investimenti illiquidi.

Dal punto di vista di CDP, nella sua qualità di investitori istituzionale, la presenza di misure idonee ad ampliare il numero di co-investitori interessati a strumenti illiquidi collegati all'economia reale italiana costituisce un elemento di particolare rilievo, poiché rafforza la profondità del mercato e favorisce una maggiore capacità di mobilitare capitale paziente.

La riforma del TUF offre, pertanto, spunti di apprezzabile interesse per l'analisi dell'evoluzione del mercato italiano dei capitali.

Centrale sarà comprendere come sarà sviluppata la normativa secondaria e come la stessa sarà applicata dalle autorità competenti, dalle quali dipenderà, in misura significativa, l'effettiva capacità delle innovazioni introdotte di tradursi in un ampliamento dell'operatività e della competitività del sistema.

Un'ultima considerazione consente di ampliare l'analisi alle recenti dinamiche del mercato statunitense del *private capital*.

Se, da un lato, appare condivisibile l'esigenza di promuovere un maggiore sviluppo del mercato italiano ed europeo, dall'altro emergono esperienze straniere che suggeriscono cautela rispetto a modelli di crescita eccessivamente spinti o scarsamente presidiati sotto il profilo del rischio.

Le recenti vicende del mercato statunitense del *private credit* [13] mostrano, peraltro, come percorsi di crescita molto accelerati possano esporre il sistema a criticità rilevanti, soprattutto quando si combinino leva finanziaria, apertura al mercato borsistico e distribuzione dei prodotti a una platea di investitori non sempre pienamente attrez-

13 Nel dibattito più recente sono stati richiamati, a titolo esemplificativo, il caso "*Clearwater Corporate*", una delle principali piattaforme di *lending* nel mercato americano con 33 miliardi di dollari di *asset under management*, nonché "*Blue Owl Capital*", con masse pari a circa 300 miliardi di dollari di *asset under management*, a conferma della scala sistemica che tali fenomeni possono assumere.

zata a valutarne il rischio.

Il riferimento comparatistico conferma, pertanto, che l'espansione del mercato del *private capital* richiede un equilibrio costante tra obiettivi di sviluppo, tutela degli investitori e stabilità del sistema finanziario.

Tale combinazione di fattori può generare vulnerabilità sistemiche, incidendo negativamente sulla fiducia degli investitori e sulla stabilità del mercato del *private credit*. Proprio per questa ragione, il rafforzamento del mercato italiano ed europeo dovrebbe accompagnarsi a un disegno regolatorio equilibrato, capace di favorire l'innovazione finanziaria senza replicare assetti eccessivamente aggressivi sotto il profilo della leva, della distribuzione e della gestione del rischio.