

C'è bisogno di piattaforme private capaci di investire centinaia di milioni e dialogare con finanza e grandi imprese

Serve un'industria italiana del capitale Ecco perché il Golden power non basta

136

Miliardi euro
Sono i soldi che
vengono gestiti dalla
Casse di previdenza

262

Miliardi di euro
Sono i soldi che
vengono amministrati
dai fondi pensione

L'esperienza
della Francia
può essere
uno spunto virtuoso

L'INTERVENTO

ROBERTO SAMBUCCO*

Nel 2011 mi contattò un fondo che stava lavorando all'acquisto di una parte delle centrali di Telecom: sulla carta una mera operazione immobiliare. Al tempo, ero Capo Dipartimento al Ministero dello Sviluppo Economico e avevo bisogno di capire meglio le implicazioni dell'operazione e quindi chiesi di fare un sopralluogo. Dall'esterno, un portone di legno e mura spesse. Dentro, i circuiti che servivano gli organi più importanti dello Stato italiano.

Uscii con una consapevolezza sgradevole: quegli asset erano strategici quanto una rete elettrica o un'infrastruttura militare e lo Stato non aveva alcuno strumento giuridico per opporsi alla vendita.

Portai il caso alla Presidenza del Consiglio. L'idea di dotare l'Italia di una disciplina sui poteri speciali era già in discussione; quella vicenda contribuì ad accelerarla. Feci parte del gruppo di lavoro da cui nacque, nel 2012, la normativa che oggi chiamiamo Golden power.

Nel 2025, sul Golden power, la Presidenza del Consiglio ha esaminato 1.081 operazioni: il 37% in più rispetto all'anno precedente, ha esercitato i propri poteri in 46 casi e i veti sono stati 2.

L'esperienza maturata in

questi 14 anni impone una riflessione di politica industriale e finanziaria sulla gestione di quegli asset considerati strategici per il Paese. Il Golden power funziona: mancano però investitori italiani capaci di offrire capitale e soluzioni industriali agli asset e alle imprese che vogliamo proteggere o far crescere all'interno del sistema. Avere questa capacità determina la sovranità economica di un Paese.

Il problema non è di capitale italiano disponibile, ma della capacità di organizzarne e allocarne una parte maggiore a sostegno dell'economia reale. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane ha sfiorato nel 2025 i 6.500 miliardi di euro (dati Fabi), le Casse di previdenza gestiscono circa 136 miliardi e i fondi pensione 262 miliardi. Gli investimenti da questi destinati in imprese italiane si fermano però attorno al 7,6% dell'attivo per le Casse e al 2,6% per i fondi pensione.

Tra il risparmio italiano e le imprese manca una vera industria di intermediazione del capitale privato, ovvero Società di gestione del risparmio (Sgr) italiane della dimensione necessaria per competere con il capitale internazionale: gestori specializzati negli investimenti illiquidi — private equity, private debt, infrastrutture e real estate — capaci di trasformare il risparmio in capitale per la crescita delle imprese e degli asset reali.

Il mio è anche un punto di osservazione diretto: guido una Sgr nata proprio dalla convinzione che questo spazio di consolidamento degli

asset manager italiani esista e vada costruito, in un mercato oggi estremamente frammentato e composto in larga parte da operatori di piccole dimensioni.

Secondo Aifi (Associazione italiana del private equity, ndr), gli operatori italiani hanno raccolto nel 2025 solo 3,57 miliardi di euro, con un drastico calo del 46% rispetto al 2024, quando in Francia la raccolta ha raggiunto 42,9 miliardi, in crescita del 10 per cento. Dodici volte l'Italia.

Parigi si avvale di un Golden Power analogo al nostro a cui ha affiancato la capacità di organizzare capitale francese in modo virtuoso: Ardian nasce nel 1996 dentro Axa e oggi gestisce oltre 185 miliardi di euro, di cui quasi 20 raccolti nel 2025: quasi sei volte l'intera raccolta italiana. Antin nasce nel 2007 con il sostegno di Bnp Paribas, che cinque anni dopo lascia spazio all'indipendenza del management; oggi gestisce oltre 33 miliardi ed è quotata a Parigi. Tikehau 53,5 miliardi, Eurazeo 40 e altri ancora.

La Francia ci indica la strada. Istituzioni finanziarie nazionali forti hanno fatto nascere gestori privati, senza trasformarli in strumenti para-pubblici, ma creando piattaforme multi-verticali che tengono sotto lo stesso tetto private equity, private debt, infrastrutture e real estate.

Per cambiare scala bisogna affrontare alcuni nodi che l'Italia si trascina da decenni. Le Casse di previdenza dei professionisti, privatizzate oltre trent'anni fa, gestiscono un patrimonio che a fine 2025 ha superato 136 miliardi di eu-



ro. Eppure, dal 2009 figurano nell'elenco Istat delle amministrazioni pubbliche e nel tempo sono state progressivamente assoggettate a vincoli e controlli propri del settore pubblico. È quella che Sabino Casse ha definito una progressiva «assimilazione alla PA», in controtendenza rispetto alla scelta compiuta dal legislatore nel 1993-94 di riconoscere natura privata e autonomia gestionale.

Ne deriva una governance ibrida: soggetti privati quando assumono il rischio e garantiscono le prestazioni ai propri iscritti, ma sottoposti a una crescente stratificazione di vincoli pubblicistici. Inoltre, oggi le Casse scontano un'aliquota del 26% sui rendimenti finanziari contro il 20% dei fondi pensione. Il regime di esenzione per gli «investimenti qualificati» esiste dal 2017, ma è limitato al 10% dell'attivo e complicato dalle stratificazioni successive.

Per innescare un meccanismo virtuoso che permetta una crescita «alla francese» dei fondi italiani che investono nell'illiquido, si potrebbe allineare l'aliquota ordinaria, ridurre drasticamente la tassazione sui rendimenti degli investimenti in economia reale italiana e alzare sensibilmente il tetto del 10%.

Per i fondi pensione il discorso è diverso: qui la vigilanza Covip va lasciata intatta, è la protezione di un risparmio individuale. Ma anche qui i numeri sono bassi: il DM 166/2014 tiene Fia (Fondi di investimento alternativo, ndr) e non quotato entro il 30% del patrimonio, con i

Fia al 20%. Alzare quei tetti, dentro la stessa cornice, è la misura più diretta per aprire un canale oggi ampiamente sottoutilizzato.

Insomma, tra capitale istituzionale e privato — da incentivare fiscalmente — ci sono le risorse per favorire la creazione di campioni nazionali forti in Italia e all'estero e di asset manager italiani abbastanza grandi da sostenerne la crescita.

Perché la sovranità economica si persegue con un capitale a guida italiana e si realizza con la crescita. E il tema non riguarda soltanto gli asset formalmente strategici sottoposti al Golden power. Riguarda migliaia di imprese italiane eccellenti che, per fare acquisizioni, crescere all'estero, investire nella transizione tecnologica o consolidare una filiera, hanno bisogno di capitale. Se quella capacità di capitale non viene sviluppata anche in Italia, prima o poi la proprietà, i centri decisionali e spesso anche le competenze seguiranno il capitale.

Serve, dunque, capitale ma anche competenza industriale, conoscenza delle filiere, capacità di strutturare operazioni complesse, rapporto con le istituzioni, accesso ai mercati internazionali e l'indipendenza del gestore.

In questi anni Cassa depositi e prestiti (Cdp) ha fatto molto: ha svolto il ruolo di anchor investor in fondi che senza di essa non sarebbero mai partiti, ha contribuito a costruire il mercato italiano del venture capital, ha sostenuto importanti operazioni di consolidamento industriale e infrastrutturale che nessun altro soggetto domestico avrebbe potuto

affrontare. Va supportata e affiancata perché un sistema in cui esiste un solo grande investitore resta fragile. Sempre guardando la Francia, quasi sempre Caisse de Dépôts si affianca ai fondi privati. Il ruolo da rafforzare per Cdp non è solo quello di giocatore, ma quello di catalizzatore del mercato — usandone sempre più la forza per moltiplicare il capitale italiano.

Servono, dunque, anche in Italia piattaforme private multi-verticali capaci di investire centinaia di milioni in una singola operazione, dialogare alla pari con gli investitori istituzionali globali, lavorare con le grandi corporate come, ad esempio, Eni, Enel, Leonardo, Poste, Generali, o grandi banche o ancora costruire grandi progetti come quelli di BF. Per creare gestori radicati ma non provinciali, attenti all'interesse industriale del Paese senza scivolare nel protezionismo, abbastanza indipendenti dallo Stato da attrarre capitale privato e abbastanza strutturati da essere, quando serve, interlocutori naturali delle istituzioni.

Il Golden power continuerà a essere uno strumento necessario, ma la vera evoluzione consiste nel fare in modo che, quando un asset strategico italiano ha bisogno di un azionista o di capitale, la risposta non debba essere cercata a Londra, Parigi, New York o Sydney. La sovranità economica non consiste nel tenere fuori il capitale straniero, ma nell'avere capitale, competenze e istituzioni abbastanza forti da poter scegliere. —

**Fondatore e ceo di OrigineSgr*

© RIPRODUZIONE RISERVATA

1.081 6.500

I casi esaminati di Golden power nel corso del 2025 da Palazzo Chigi	I miliardi di euro di ricchezza finanziaria che è posseduta dalle famiglie italiane
---	--

LA NORMA

Il Golden power per difendere le aziende italiane dalle scalate straniere

- Introdotto per decreto nel 2012 dal governo Monti (dl 15 marzo 2012, n. 21)
- Permette al governo di intervenire per "blindare" società che svolgono attività di rilevanza strategica, sia pubbliche che private, da possibili scalate e/o acquisizioni da parte di società straniere
- Può scattare in caso di "minaccia di grave pregiudizio" per gli interessi pubblici

I POTERI SPECIALI DEL GOVERNO

- Opposizione all'acquisto di partecipazioni
- Veto all'adozione di delibere societarie
- Imposizione di specifiche prescrizioni e condizioni

I SETTORI DI RILEVANZA STRATEGICA



Difesa e sicurezza nazionale



Energia



Trasporti



Comunicazioni



Banda larga e 5G

GLI ULTIMI SETTORI INSERITI con decreto-legge 21 marzo 2022



Alimentare



Finanziario
e assicurativo



Sanitario

Withub