

Il risparmio previdenziale per la crescita italiana

Fondo rotativo pubblico, protezione dalle perdite e ritorni asimmetrici
per moltiplicare gli investimenti nell'economia reale

Riccardo Realfonzo*
Università del Sannio e Fondo Perseo Sirio

[Anno 18, n. 32, settembre 2026]

*"È la quantità di risparmio che gli italiani producono,
che determina ciò che può essere investito"*
Luigi Einaudi, 1947

Abstract

L'Italia combina alto debito pubblico, bassa crescita ed elevato risparmio privato, ma non riesce a trasformare questo risparmio in investimenti produttivi per il Paese. Anche la previdenza complementare dispone di risorse rilevanti, ma investe in misura marginale nell'economia reale italiana. Questo sottoinvestimento è l'esito di un caso di fallimento di mercato, non una scelta allocativa dei fondi pensione. I mercati privati italiani del *venture capital*, *private equity*, *private debt* e infrastrutture sono infatti molto piccoli, illiquidi, caratterizzati da operatori frammentati e di dimensioni contenute, da forti asimmetrie informative e da rischi non adeguatamente remunerati. Gli incentivi fiscali introdotti negli ultimi anni migliorano il rendimento netto *ex post* degli investimenti ma non riducono il rischio *ex ante*. Il paper sottolinea la necessità di una politica industriale finalizzata alla mobilitazione del risparmio previdenziale per investimenti nel Paese, mediante l'introduzione di un *Fondo Nazionale di protezione*, promosso dal MEF con ruolo operativo di CDP. Tale *Fondo* permetterebbe di introdurre meccanismi di protezione del rendimento, mediante coperture di prime perdite e distribuzione asimmetrica dei profitti. Questo limitato capitale pubblico agirebbe come un fondo rotativo capace di generare un effetto leva di attivazione del risparmio, assicurando alla collettività le importanti esternalità positive del nuovo flusso di investimenti. L'obiettivo non è obbligare i fondi pensione a investire in Italia, ma rendere tali investimenti prudenti, convenienti e coerenti con la tutela degli aderenti. In questa prospettiva, la previdenza complementare potrebbe diventare una leva strategica per la crescita del Paese.

1. Introduzione

L'Italia è oggi un Paese ad alto debito pubblico, elevato risparmio privato e bassa crescita.

Nel 2025 il Pil reale è aumentato appena dello 0,5%, dopo il più 0,7% registrato nel 2024. Il fenomeno non ha un carattere congiunturale. Basti pensare che tra il 2000 e il 2025, il Pil reale italiano è cresciuto di appena il 10%, contro il 36% della Francia, il 28% della Germania, il 40% della media UE-27 e addirittura il 69% degli Stati Uniti (dati Eurostat e Bureau of Economic Analysis).

La bassa crescita italiana ha numerose cause: carenza infrastrutturale, ridotta dimensione media delle imprese, frequente ricorso a tecnologie tradizionali e conseguente bassa dinamica della produttività, calo demografico, inefficienza della pubblica amministrazione. Ma vi è anche il peso delle finanze pubbliche. Nel 2025 il debito

* L'autore ringrazia Ezio Cigna, Andrea Mariani, Simona Palone e Federico Spiniello per i commenti che gli hanno consentito di perfezionare il lavoro. Ringrazia anche i colleghi del Consiglio di Presidenza di Assofondipensione per i frequenti confronti e gli approfondimenti che hanno contribuito alla maturazione delle idee contenute nel paper. Per le medesime ragioni desidera ringraziare Andrea Nanni e Luigi Tommasini. Ogni responsabilità per quanto scritto resta esclusivamente dell'autore.

pubblico ha raggiunto il 137,1% del Pil e la spesa per interessi si è attestata intorno al 3,9% del Pil, per un valore complessivo di interessi sul debito pari a circa 87 miliardi (dati Istat). Rilevantissime risorse di cui il Governo non può disporre per finanziare i servizi sociali, le infrastrutture e le politiche industriali.

Mentre il settore pubblico è vincolato dal debito, le famiglie ancora dispongono di una rilevante ricchezza. Il solo risparmio custodito dalle forme della previdenza complementare (fondi pensione negoziali, aperti e preesistenti; piani individuali pensionistici) ha raggiunto i 262,6 miliardi al 31 marzo 2026, di cui circa 82 miliardi si trovano presso i 33 fondi pensione negoziali, nati nella contrattazione tra le parti sociali (dati Covip). Tuttavia, una parte molto rilevante del risparmio nazionale viene investita all'estero. Nel 2025 gli impieghi della previdenza complementare in titoli di imprese domestiche sono stati pari a 5,8 miliardi, appena il 2,6% del patrimonio complessivo della previdenza complementare; a questi si aggiungono altri 2,3 miliardi di investimenti domestici detenuti attraverso quote di fondi di investimento (OICVM) (Covip 2026, p. 5). Se consideriamo anche gli acquisti di titoli del debito pubblico arriviamo a un volume di investimenti pari al 19,3% del totale. È rilevante notare che i fondi pensione dei Paesi OCSE investono in media il 37,6% nelle rispettive economie nazionali (OECD 2022). Siamo dunque al cospetto di un *sottoinvestimento* dei fondi negoziali e della previdenza complementare in generale nell'economia del Paese. Non si tratta di un dato inedito o poco noto: è stato a più riprese rilevato nelle Relazioni annuali della Covip.

La diversificazione internazionale è naturalmente una regola base delle gestioni finanziarie prudenti. La questione si pone in Italia perché il risparmio nazionale trova veicoli domestici inadeguati e rapporti rischio-rendimento sfavorevoli nel confronto internazionale. Il problema non è dunque la mancanza di risparmio, ma l'assenza di condizioni di mercato capaci di trasformare quel risparmio in investimento produttivo interno.

I canali ordinari di finanziamento non bastano a colmare questo divario. Il credito bancario resta essenziale, ma non è lo strumento più adatto per capitale di rischio, *scale-up*, debito subordinato e infrastrutture a lungo ritorno. La Borsa italiana è poco profonda ed è segnata da forti pressioni al *delisting*. I mercati privati o "alternativi" stanno crescendo ma restano molto immaturi nel confronto internazionale. Nel 2025 sono stati investiti in Italia 7,2 miliardi nel *private equity*, 1,3 nel *venture capital*, 3,0 nelle infrastrutture e 6,8 nel *private debt* (dati AIFI). Sono numeri non trascurabili, ma ben inferiori alle medie internazionali e lontani dalle necessità delle imprese.

Se l'economia reale italiana è percepita come troppo rischiosa, illiquida e complessa da valutare, e i meccanismi di mercato generano un esito avverso, *occorrono misure di politica economica che riducano e ripartiscano i rischi che il mercato privato non può sostenere da solo*. Varando una politica industriale finalizzata a mobilitare il risparmio delle famiglie per lo sviluppo del Paese, il Governo potrebbe creare le condizioni affinché *una quantità limitata di capitale pubblico agisca come leva per attivare un multiplo di investimenti privati*. Ciò non per sostituire il mercato ma per superare inefficienze e incompletezze del mercato, per innescare un processo virtuoso di crescita del mercato.

Una politica che favorisca gli investimenti nell'economia reale del Paese è oggi indispensabile. La spinta del PNRR alla crescita macroeconomica si sta chiudendo e il Paese deve finanziare la transizione ambientale e tecnologica. Basti pensare che il Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima (PNIEC) del 2024 stima che il solo raggiungimento degli obiettivi sulle emissioni al 2030 richiederebbe 824,7 miliardi di investimenti nel periodo 2024-2030, contro i 650,3 miliardi disponibili nello scenario a politiche correnti. Una differenza pari a 174,4 miliardi, cioè quasi 25 miliardi aggiuntivi all'anno che oggi non si sa come finanziare.

Sarebbe dunque necessario *attivare il risparmio nazionale* per finanziare più massicciamente gli investimenti nell'economia reale del Paese, iniziando dalle risorse accumulate dalla previdenza complementare. Il Paese ha bisogno di mercati privati professionali, regolati e trasparenti, nei quali gli investitori istituzionali possano finanziare imprese non quotate, infrastrutture, transizione energetica e innovazione, contribuendo così a ridurre il sottoinvestimento italiano che in fin dei conti è il divario tra i bisogni di trasformazione del Paese e la capacità degli attuali canali finanziari di finanziare gli investimenti necessari.

Nel tentativo di colmare questa distanza si colloca la *proposta di un meccanismo pubblico-privato di protezione del rendimento e mitigazione del rischio* che crei le condizioni per incanalare verso l'economia reale Italia parte significativa del risparmio previdenziale.

Aumentando gli investimenti nell'economia reale e finanziando innovazione, infrastrutture e crescita delle imprese, il risparmio previdenziale può contribuire ad aumentare la produttività, l'occupazione e i salari, rendendo maggiormente sostenibile lo stesso sistema pensionistico. Si crea così un circuito virtuoso: *il risparmio previdenziale finanzia sviluppo, e lo sviluppo rafforza la base produttiva e contributiva del Paese.*

2. Il capitale paziente della previdenza complementare e i fallimenti di mercato

La previdenza complementare è il candidato naturale a svolgere una funzione di *capitale paziente*. Raccoglie risorse con orizzonte pluridecennale, ha flussi contributivi sostanzialmente prevedibili e beneficia del premio di illiquidità, purché gli investimenti siano coerenti con la propensione al rischio degli aderenti e con le esigenze di liquidità. La questione non è spingere i fondi pensione a investire dove non vogliono o non possono investire. Al contrario, è costruire le condizioni per cui investire nell'economia reale italiana diventi una scelta prudente e *conveniente per gli aderenti*.

I dati COVIP mostrano il gap tra potenziale di investimento e impieghi effettivi nel Paese. Questo gap non è il risultato di inerzia o di un ritardo culturale, e men che meno di una qualche sorta di preferenza ideologica per l'estero. È la conseguenza di un *mercato incompleto*. La cosa è particolarmente evidente nel caso dei fondi pensione negoziali. Essi hanno responsabilità fiduciaria, orizzonti previdenziali e forti vincoli normativi sulla *governance*. Non possono assumere rischi illiquidi elevati se non esistono veicoli adeguati, ampie opportunità di investimento, scale efficienti. Inoltre, i fondi pensione incontrano limiti quantitativi e prudenziali nella sottoscrizione di quote dei fondi dei mercati privati. Quando i fondi sono di dimensioni ridotte, tali limiti accentuano i rischi di concentrazione, controparte e reputazione, riducendo ulteriormente il volume degli impegni realisticamente assumibili. E mancano meccanismi di protezione in grado di rendere il rischio sostenibile.

Il risparmio previdenziale non si attiva attraverso semplici appelli ad investire nel Paese. Si attiva se cambia il rapporto rischio-rendimento percepito. La politica economica dovrebbe intervenire non per imporre allocazioni o sanzioni, ma per correggere l'evidente caso di *fallimento di mercato* in cui ci troviamo: mercati piccoli, caratterizzati da operatori molto numerosi e di ridotte dimensioni, esternalità positive non remunerate, asimmetrie informative, elevati rischi di liquidità. In queste condizioni, anche investimenti socialmente e industrialmente molto desiderabili possono non essere realizzati, perché il rendimento atteso non compensa adeguatamente il rischio percepito dal singolo investitore.

Certo, il legislatore ha riconosciuto il ruolo degli investitori previdenziali nello sviluppo dell'economia reale. La legge 232 del 2016 ha introdotto un regime di esenzione fiscale per i rendimenti derivanti da investimenti qualificati nell'economia reale italiana. La legge per il mercato e la concorrenza n. 193 del 2024 è poi intervenuta collegando il beneficio a una quota di investimenti in fondi di *venture capital*; il decreto legge n. 95 del 2025 ha chiarito e modificato alcuni profili applicativi. Questa incentivazione è significativa, ma non risolve il problema principale. *La defiscalizzazione del rendimento* migliora il profilo dei risultati netti dell'investimento e può attenuare, nei limiti del meccanismo dell'imposta sostitutiva e della relativa capienza fiscale, anche l'impatto di eventuali perdite. Non elimina il rischio di perdita, non risolve l'illiquidità, non aumenta la dimensione dei gestori e a conti fatti non riesce da sola a rendere appetibili gli investimenti in *venture capital* o in *private equity*.

Per i consigli di amministrazione dei fondi pensione il nodo non è soltanto il rendimento netto potenziale. È la compatibilità dell'investimento con la ridotta propensione al rischio degli aderenti, con la tutela dei loro risparmi, con le esigenze di liquidità dei diversi comparti, con la volatilità percepita, con il *benchmark* previdenziale rappresentato dalla rivalutazione del TFR e con la possibilità di spiegare perché quell'investimento sia prudente. Per questo la politica economica dovrebbe passare dall'utilizzo di semplici strumenti di agevolazione fiscale all'introduzione di *forme di protezione selettiva e remunerata del rischio*.

È anche opportuno osservare che la capacità della previdenza complementare di agire come capitale paziente dipende dalla *stabilità delle masse gestite*. Investimenti illiquidi e di lungo periodo richiedono risorse prevedibili e sufficientemente stabili. Norme che aumentino l'incertezza sui flussi o la mobilità delle posizioni inducono i fondi pensione a detenere più liquidità e a ridurre l'esposizione verso i mercati privati. Per questo, l'introduzione di strumenti di *de-risking* dovrebbe essere accompagnata da una riflessione sulla stabilità del risparmio previdenziale.

Una quota rilevante del risparmio previdenziale nasce dalla contrattazione collettiva. Nei fondi pensione negoziali, l'accumulazione deriva da scelte individuali operate nel quadro di accordi tra le parti sociali. L'accumulazione di questo capitale previdenziale dipende dalla continuità dei rapporti di lavoro, dalla presenza del contributo datoriale e dalla stabilità delle istituzioni negoziali che ne governano il funzionamento. Per tale ragione, i fondi negoziali non sono soltanto investitori istituzionali di lungo periodo, ma una vera e propria infrastruttura economica e sociale capace di trasformare reddito da lavoro in capitale per investimenti produttivi.

La proposta di uno strumento con protezione del rendimento è coerente con una ampia letteratura. Da Stiglitz e Weiss (1981) in poi, la finanza d'impresa è stata letta come un campo dominato da asimmetrie informative e razionamento del credito; nei mercati privati, questi problemi sono aggravati da illiquidità, opacità delle valutazioni e difficoltà di diversificazione. Arrow e Lind (1970) hanno mostrato che lo Stato può avere una capacità superiore di assorbire rischi specifici o idiosincratici quando questi sono dispersi su una vasta collettività. La letteratura sul *venture capital* e sul *private equity* mostra poi che i rendimenti sono molto dispersi e dipendono in modo significativo dalla qualità dei gestori, dall'accesso alle operazioni di investimento che generano il massimo rendimento possibile rispetto al rischio assunto, dalla persistenza delle performance (Lerner 2009; Gompers and Lerner 2004; Kaplan and Schoar 2005; Harris, Jenkinson and Kaplan 2014; Brander and Hellmann 2015).

Sul piano delle politiche industriali, la proposta che qui si avanza si colloca nella tradizione che considera lo Stato non solo come correttore *ex post* dei fallimenti del mercato, ma anche come “costruttore di mercati”, coordinatore di aspettative e investitore “catalitico”, ovvero che *accetta deliberatamente un rischio elevato e/o rendimenti inferiori a quelli di mercato al fine di generare un impatto sociale o ambientale positivo, attraendo investimenti da parte di investitori istituzionali che altrimenti non avrebbero investito*. Questo naturalmente non significa affatto sostituire il mercato con una allocazione politico-amministrativa del capitale. Significa utilizzare strumenti di *blended finance*, ovvero *creare meccanismi che rendano investibili progetti ad elevate esternalità*, imponendo al tempo stesso disciplina, addizionalità e remunerazione del rischio pubblico (Rodrik 2004; Hausmann, Rodrik and Sabel 2008; Mazzucato 2013; Habbel, Jackson, Orth, Richter and Harten 2021).

L'esperienza internazionale conferma che gli interventi pubblici di mobilitazione del risparmio privato frequentemente non si limitano agli incentivi fiscali o alla *moral suasion*. Esiste una serie ampia di strumenti di *public de-risking* e *blended finance*, nei quali il soggetto pubblico assume una posizione subordinata, accetta un rendimento inferiore o differito, offre protezione sulle perdite (*first-loss protection*), riconosce ritorni preferenziali agli investitori privati o migliora il merito di credito delle *tranche senior*. Questi strumenti non sono tutti equivalenti: alcuni proteggono direttamente il rendimento degli investitori istituzionali, altri agiscono indirettamente sugli intermediari o sui progetti. Tuttavia, essi confermano che l'intervento pubblico può essere disegnato non come sussidio generico, ma come architettura di mitigazione del rischio finalizzata a generare rilevanti “effetti leva”, mobilitando capitale privato addizionale.

La Tabella 1 raccoglie i casi più vicini alla logica qui proposta.

Tabella 1. Esperienze internazionali con protezione del rendimento e ritorni asimmetrici

Esperienza	Strumento pubblico di de-risking	Meccanismo di protezione e/o rendimento asimmetrico	Note per la proposta italiana
Israele - Yozma. Institutional Program	Co-investimento pubblico accanto a investitori istituzionali, inclusi fondi pensione, in fondi di <i>venture capital</i> selezionati dagli stessi investitori.	L'Innovation Authority investe circa 30 centesimi per ogni dollaro degli istituzionali; può rinunciare in tutto o in parte al proprio rendimento e consente l'acquisto della quota pubblica a condizioni prefissate. Le perdite sono condivise pro quota.	Il pubblico assume rischio e rinuncia a parte dell' <i>upside</i> per migliorare il rendimento atteso del capitale previdenziale in un mercato ad alto rischio.
Corea del Sud K-New Deal Fund. National Growth Fund	Fondi nazionali per settori strategici e <i>high-tech</i> , con capitale pubblico e partecipazione volontaria di fondi pensione.	Il K-New Deal Fund prevede copertura parziale delle perdite, distribuzione prioritaria degli extra-rendimenti e opzioni <i>call</i> . Nel National Growth Fund il capitale fiscale assume posizione subordinata e assorbe le perdite.	Esempio di politica industriale del risparmio: assorbimento delle perdite da parte del pubblico e incentivi asimmetrici servono a mobilitare capitale privato verso investimenti strategici.

Regno Unito - Enterprise Capital Funds	Programma della British Business Bank per fondi di <i>venture capital</i> destinati a imprese <i>early stage</i> , con investimento pubblico accanto a capitale privato.	Dopo il rimborso degli impegni originali, la componente pubblica accetta una quota ridotta dei profitti, migliorando il rendimento degli investitori privati quando il fondo ha successo.	Non protegge direttamente i fondi pensione, ma ha una distribuzione dei profitti asimmetrica nella quale il rendimento pubblico viene ridotto per favore investimenti in un mercato rischioso.
Danimarca - Danish Climate Fund, Investment Fund for Developing Countries	Veicolo di <i>blended finance</i> promosso dallo Stato danese e da IFU con partecipazione di investitori istituzionali e fondi pensione, dedicato a investimenti climatici.	Struttura di ritorni preferenziali: gli investitori istituzionali ricevono un rendimento preferenziale fino a una soglia; IFU rinuncia inizialmente a parte del rendimento, proteggendo il ritorno del capitale privato.	Coinvolge direttamente fondi pensione e usa l'asimmetria dei rendimenti per rendere compatibili investimenti di <i>policy</i> e mandato previdenziale.
International Finance Corporation - MCPP Infrastructure	Piattaforma multilaterale della Banca Mondiale che consente a investitori istituzionali di partecipare a portafogli infrastrutturali originati e gestiti da IFC.	Meccanismo di assorbimento delle prime perdite, calibrato per migliorare il profilo di rischio della <i>tranche senior</i> fino a renderlo simile a un investimento <i>investment grade</i> .	La protezione non opera sul singolo progetto, ma su portafogli diversificati, come dovrebbe avvenire per Fondi di Fondi e infrastrutture.
BEI / InvestEU - <i>credit enhancement</i> e garanzie UE	Garanzie di bilancio UE e strumenti BEI di miglioramento del credito a favore di intermediari, piattaforme e progetti infrastrutturali.	Garanzie, strumenti subordinati o linee contingenti aumentano la capacità di assorbimento del rischio degli intermediari e migliorano il merito di credito del debito <i>senior</i> .	Caso rilevante per l'architettura europea: conferma che garanzie pubbliche proporzionate, addizionali e gestite professionalmente possono mobilitare capitali privati.

3. Le esperienze italiane di protezione del rendimento

In Italia esistono esperienze che mostrano come la protezione del rendimento possa essere disegnata senza mai trasformarsi in una vera e propria garanzia e senza incontrare ostacoli sul piano della normativa sugli aiuti di Stato. A riguardo è opportuno richiamare quattro esperienze e progetti: il Fondo Strategico Trentino Alto-Adige; l'ipotesi di rendimenti asimmetrici elaborata da CDP-Fondo Italiano d'Investimento in collaborazione con Assofondipensione; l'ipotesi di una Nota Strutturata elaborata da Fondo Italiano d'Investimento in collaborazione con alcuni fondi pensione; il recente bando della Regione Lazio sul *venture capital*.

3.1. Fondo Strategico Trentino Alto-Adige: protezione prudente nel *private debt* territoriale

Il Fondo Strategico Trentino Alto-Adige è un caso importante perché ha coinvolto direttamente un fondo pensione negoziale territoriale, Laborfonds, insieme alle province autonome di Bolzano e Trento in una rilevante operazione di *private debt*, a vantaggio delle imprese che operano nei territori delle due province. La struttura per classi di quote consentiva di proteggere i quotisti A, cioè gli investitori istituzionali convenzionati con la Regione (in primo luogo Laborfonds), attraverso una priorità nel rimborso del capitale e una distribuzione asimmetrica degli extra-rendimenti. In cambio, i quotisti A rinunciavano a una parte del rendimento oltre una soglia predeterminata, a favore degli enti pubblici.

Il fondo ha completato investimenti per oltre 230 milioni in *minibond*, prestiti diretti, convenzioni bancarie e obbligazioni bancarie subordinate. Il periodo di investimento si è chiuso nel febbraio 2023 e i rendimenti risultano positivi sebbene piuttosto contenuti, con un saggio di rendimento interno (IRR) pari al 2,07% nel comparto Trento e all'1,51% nel comparto Bolzano. Valori non irrilevanti se si tiene conto che la gran parte del portafoglio è stata costruita in una fase di tassi bassi e addirittura negativi.

3.2. Fondo Italiano d'Investimento: l'asimmetria possibile

Negli ultimi anni l'associazione dei fondi pensione negoziali, Assofondipensione, ha meritoriamente portato avanti il *Progetto Economia Reale*, finalizzato a promuovere investimenti alternativi a favore dell'economia italiana. A questo scopo, l'associazione ha scelto di collaborare con i gestori di mercati privati della galassia sostanzialmente pubblica di CDP. Ciò ha portato Assofondipensione a dialogare in primo luogo con Fondo Italiano d'Investimento, la società di gestione del risparmio per il *private capital* controllata a maggioranza da CDP. Il Progetto Economia Reale porta i fondi pensione a investire in Fondi di Fondi (FoF), che già per loro natura mitigano i rischi attraverso la diversificazione. Un FoF, infatti, non investe direttamente in singole imprese ma investe in altri fondi specializzati, gestiti da operatori diversi, che a loro volta investono in numerose imprese. In questo modo l'investitore finale accede a un portafoglio ampio e in cui vi è grande diversificazione tra gestori, strategie, imprese e tempi degli investimenti.

Nell'ambito di questo progetto, Fondo Italiano d'Investimento ha elaborato una proposta di investimento con ritorni asimmetrici, da realizzare emettendo quote differenziate per chi investe nel FoF dedicato al *private debt*. Essenzialmente si trattava di un meccanismo che proteggeva i fondi pensione in caso di perdite limitandone però i guadagni in caso di rendimenti positivi. Al contrario, quel meccanismo penalizzava CDP nel caso di perdite compensandolo con maggiori rendimenti nel caso di profitti (*upside*).

3.3. La Nota Strutturata elaborata da Fondo Italiano d'Investimento e alcuni fondi pensione

La volontà di investire nel *private equity* italiano accompagnata alla necessità di proteggere adeguatamente il risparmio previdenziale dei lavoratori aderenti, ha portato alcuni fondi pensione negoziali – Cometa e Perseo Sirio – in collaborazione con Fondo Italiano d'Investimento ad elaborare un progetto di investimento con protezione del rendimento.

La proposta prevede la creazione di uno strumento consistente in una *Nota Strutturata* composta da due elementi: una obbligazione *zero coupon* emessa da CDP e un investimento nel FoF di *private equity* gestito da Fondo Italiano d'Investimento. La logica semplice dello strumento prevede che i rendimenti della obbligazione permettano di proteggere la parte del capitale investito nel FoF, limitando significativamente il rischio di perdite. La composizione della Nota Strutturata tra i due elementi (obbligazione e quota del FoF) dipende dal grado di protezione che il fondo pensione investitore desidera.

Quale che sia la composizione della Nota Strutturata, all'investimento dei fondi pensione nel FoF di *private equity* si sommerebbe l'investimento CDP e di eventuali altri investitori.

Poiché le risorse del FoF vanno ad attivare fondi sottostanti, affidati ad altrettanti gestori selezionati da Fondo Italiano d'Investimento, i quali devono a loro volta affiancare un cofinanziamento rispetto alle somme ricevute, il totale delle somme complessivamente stanziato risulterà essere un multiplo di quanto raccolto dalla Nota Strutturata.

Un ulteriore vantaggio è che la Nota Strutturata si configurerebbe come investimento qualificato e consentirebbe, per l'intero importo investito — componente obbligazionaria e componente FoF — la defiscalizzazione del rendimento ai sensi della legge 232 del 2016. L'introduzione di questa opzione di investimento richiederebbe l'aggiornamento della normativa, mediante la revisione del vincolo di concentrazione presente all'art. 5, comma 4, lettera f del Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 2 settembre 2014 n. 166.

3.4. Il bando della Regione Lazio: protezione del rendimento nel *venture capital*

A differenza delle proposte sviluppate in collaborazione con Fondo Italiano d'Investimento, il caso del bando Lazio Innova, pubblicato nel 2026, prevede la presenza di un investitore pubblico (la Regione Lazio) che agisce da *investitore catalitico*, ovvero che si rende disponibile ad assumere su di sé una quota maggiore di rischio rendendo investibile per gli operatori della previdenza complementare un mercato che altrimenti resterebbe troppo piccolo, illiquido e rischioso.

Con il bando emesso da Lazio Innova, società partecipata al 100% dalla Regione Lazio, per favorire gli investimenti nel *venture capital* vengono stanziati 100 milioni di euro con fondi europei per sostenere investimenti a favore di aziende che operano nella Regione. Il fondo, con Lazio Innova investitore di riferimento, si concentra su *startup*

e PMI innovative, con un periodo di investimento fino al 31 dicembre 2029 e chiusura al 31 dicembre 2035. Con il bando, Lazio Innova ha individuato alcuni gestori di *venture capital* tra i quali divide le risorse complessive messe a disposizione dalla Regione a patto che ad esse vengano affiancate da risorse aggiuntive che i gestori devono reperire nel mercato.

Il punto più interessante dell'iniziativa è la forte protezione del rendimento ottenuta mediante una doppia asimmetria. Da un lato, Lazio Innova copre fino al 25% delle prime perdite del fondo, riducendo ampiamente il rischio di perdita (*downside*) dei fondi pensione e degli altri investitori privati. Dall'altro, dopo il rimborso del capitale, viene riconosciuto prioritariamente un rendimento preferenziale fino al 50% agli investitori privati.

In sintesi, il meccanismo attribuisce a Lazio Innova l'assorbimento prioritario delle prime perdite, entro il cap previsto, e riconosce agli investitori privati una priorità negli extra-rendimenti iniziali: una doppia asimmetria che riduce il *downside* e migliora l'*upside* atteso del capitale privato.

La Tabella 2 riassume le caratteristiche di queste esperienze.

Tabella 2. Esperienze italiane di protezione del rendimento

Esperienza	Struttura	Meccanismo di protezione	Note per la proposta nazionale
Fondo Strategico Trentino Alto-Adige	Fondo mobiliare chiuso riservato, gestito da Finint Investments SGR, promosso dalle Province autonome di Trento e Bolzano e da Laborfonds. Due comparti territoriali; province con 75 mln ciascuna, Laborfonds circa 50 mln.	Quote A per fondi pensione protette da rimborso prioritario del capitale; eccedenza pro quota fino a un IRR ipotetico del 5%; oltre il 5% split 70% agli enti pubblici e 30% ai quotisti A. Investimenti oltre 230 mln in <i>minibond</i> , <i>direct lending</i> , convenzioni e obbligazioni bancarie.	Esempio di protezione con distribuzione asimmetrica dei rendimenti: i fondi pensione avrebbero ridotto il <i>downside</i> e rinunciato a parte dell' <i>upside</i> . Strumento adatto soprattutto a <i>private debt</i> territoriale.
FOF PDI - Fondo Italiano d'Investimento	Ipotesi di quote B articolate in B1 e B2: B1 riservate a fondi pensione; B2 sottoscritte dal <i>cornerstone</i> CDP fino al 70% e da altri investitori indipendenti almeno per il 30%. La struttura era stata prevista, ma non è stata attivata.	Distribuzioni asimmetriche: prima 55% a B1 e 45% a B2 fino a rimborso dei versamenti B1; poi distribuzioni solo a B2 fino al rimborso B2; poi 55% a B2 e 45% a B1. Con fondo a 0,91x: B1 1,0x e B2 0,82x; con fondo a 1,35x: B1 1,32x e B2 1,42x.	Modello che non elimina la perdita sistemica ma la ripartisce.
Nota strutturata CDP-FII-Cometa/Perseo Sirio	Progetto elaborato da Fondo Italiano d'Investimento con Cometa e poi Perseo Sirio: nota strutturata composta da uno <i>zero coupon</i> CDP a 14 anni e da una quota nel FoF di <i>private equity</i> gestito da FII. La quota tra obbligazione e FoF varia con il grado di protezione desiderato.	A scadenza, il rimborso/rendimento dello <i>zero coupon</i> protegge la parte di capitale allocata al FoF, riducendo il rischio di perdita e generando un esito positivo anche se il FoF rende zero. Alla raccolta della Nota si sommano investimenti di CDP e altri investitori, e leva dei fondi sottostanti.	Esempio di protezione incorporata nello strumento, non fondata su garanzia pubblica illimitata: rende il <i>private equity</i> più compatibile con il mandato previdenziale moltiplicando il capitale mobilitato. Restano decisivi <i>pricing</i> , liquidità, trasparenza e limiti prudenziali e di legge.

Esperienza	Struttura	Meccanismo di protezione	Note per la proposta nazionale
Bando 2026 Lazio Innova	Fondo di <i>venture capital</i> dedicato a <i>startup</i> e PMI innovative del Lazio. Selezionati 5 gestori. Lazio Innova <i>anchor investor</i> per 100 mln; periodo investimento fino al 31 dicembre 2029 e chiusura al 31 dicembre 2035.	Incentivi asimmetrici per investitori privati: Lazio Innova copre fino al 25% delle eventuali prime perdite; dopo il rimborso del capitale, il rendimento preferenziale pari al 50% dell'ammontare versato è riconosciuto prioritariamente agli investitori privati. Partecipazione del <i>team</i> all'investimento dell'1%.	Esempio rilevante per il <i>venture capital</i> : la protezione è più intensa e più esplicita, in coerenza con il carattere dell' <i>asset class</i> . Richiede presidi forti su selezione e <i>pricing</i> della protezione.

4. Asset class dell'economia reale: rischi diversi, protezioni diverse

Per realizzare una politica industriale finalizzata ad attivare il risparmio previdenziale del Paese, riducendo il fenomeno della “fuga del risparmio” e favorendo gli investimenti nei mercati alternativi è dunque necessario introdurre *strumenti di protezione del rendimento, che migliorino ex ante il profilo rischio-rendimento degli investimenti*. Un ulteriore passo nella costruzione di questa politica economica del risparmio può essere compiuto riconoscendo che non sarebbe ottimale trattare allo stesso modo *venture capital*, *private equity*, *private debt* e infrastrutture. Ogni *asset class* ha una funzione industriale diversa, un diverso profilo di rischio, una diversa illiquidità, una diversa distribuzione dei rendimenti e dunque un diverso fabbisogno di intervento pubblico.

In altri termini, *non esiste un solo rischio e non può esistere una sola protezione*.

4.1. *Venture capital*: alto rischio, elevate esternalità positive, protezione più intensa

Il *venture capital* è l'*asset class* più distante dalla cultura tradizionale dei fondi pensione e soprattutto dalla contenuta propensione al rischio dei loro aderenti. È però anche quella con le esternalità positive più elevate innescate da innovazioni, brevetti, nuove imprese, trasferimento tecnologico, competenze, attrazione di talenti e rafforzamento dei distretti territoriali. Nell'esperienza di questi mercati, la distribuzione dei ritorni è di per sé fortemente disomogenea: molte perdite e pochi successi molto rilevanti. Per questa ragione non bastano gli incentivi fiscali ed è necessario introdurre una protezione del portafoglio.

La protezione non dovrebbe coprire il singolo investimento, perché ciò produrrebbe selezione avversa e deresponsabilizzerebbe i gestori. Dovrebbe operare su FoF multi-*vintage* e multi-gestore, con una doppia asimmetria: protezione parziale al ribasso e priorità agli investitori previdenziali nella distribuzione dei rendimenti fino a una soglia predeterminata. Nel *venture capital* l'operatore pubblico dovrebbe farsi carico di coprire una quota di prime perdite potenziali anche significative, condizionatamente a criteri stringenti: dimensione minima dei fondi sottostanti, team professionali, co-investimento privato, focus su tecnologie strategiche, capacità di *follow-on*, monitoraggio indipendente. La componente pubblica dovrebbe anche accettare, come nel modello di Lazio Innova, una rinuncia parziale all'*upside* iniziale. Eventualmente, l'operatore pubblico potrebbe recuperare una quota preferenziale nei rendimenti sopra una soglia definita.

4.2. *Private equity*: crescita dimensionale, governance e consolidamento

Il *private equity* è cruciale per aiutare imprese familiari e PMI eccellenti a crescere, aggregarsi, aprire la *governance*, internazionalizzarsi e realizzare investimenti digitali ed energetici. In Italia questa funzione è particolarmente importante perché il tessuto produttivo è ricco di competenze ma spesso povero di capitale proprio e frequentemente legato a modelli di capitalismo familiare, talvolta carenti nelle figure manageriali. Le imprese italiane soffrono molto per l'assenza di strumenti utili a compiere il salto dimensionale e tecnologico.

Qui il modello resta quello osservato nel *venture capital*, ma la protezione pubblica può essere meno intensa che nel *venture capital*. Non dovrebbe coprire il rischio imprenditoriale ordinario; dovrebbe ridurre il rischio di

portafoglio per gli investitori previdenziali, in particolare il rischio di perdita finale, di illiquidità e di errata selezione dei gestori. La struttura preferibile resta il FoF con più gestori, più annate e più settori. Gli investitori previdenziali dovrebbero ricevere una protezione su livelli di perdite inferiori rispetto al *venture capital*, con priorità nel recupero del capitale e nel rendimento-soglia; l'operatore pubblico potrebbe partecipare in modo più che proporzionale a extra-rendimenti superiori ai *benchmark* degli investitori istituzionali.

4.3. *Private debt*: ponte tra credito bancario e capitale paziente

Il *private debt* è probabilmente l'*asset class* più facilmente compatibile con una prima allocazione previdenziale, perché presenta flussi contrattuali, scadenze definite e logiche di rischio più vicine al credito. Può finanziare investimenti produttivi, *minibond*, progetti infrastrutturali, transizione energetica e operazioni di crescita non adatte al credito bancario standardizzato.

Il problema principale è la qualità della valutazione del merito di credito e dei rischi a ciò connessi (*underwriting*). La protezione pubblica deve quindi essere legata agli impegni legali inseriti nei contratti di finanziamento (*covenant*), diversificazione, *seniority*, livello di frammentazione del portafoglio crediti (*granularità*), *reporting* e *standard* di recupero. In questo caso può bastare una protezione più contenuta rispetto al *private equity*: una protezione su perdite estreme e un ritorno asimmetrico sui rendimenti sotto e sopra *benchmark*. Il costo atteso per lo Stato sarebbe inferiore rispetto al *venture capital* e al *private equity*, ma l'impatto sul finanziamento delle PMI può essere più immediato. La lezione del Fondo Strategico Trentino Alto-Adige conferma che questa *asset class* è quella in cui la protezione asimmetrica può essere più facilmente resa compatibile con la prudenza previdenziale.

4.4. Infrastrutture: durata, stabilità e rischio regolatorio

Le infrastrutture sono a ben vedere l'*asset class* più coerente con l'orizzonte temporale degli investitori previdenziali. Reti energetiche, digitale, logistica, trasporti, sanità e *social housing* possono generare flussi di profitti di lungo periodo e contribuire alla diversificazione dei portafogli. Il fabbisogno PNIEC mostra che una parte decisiva della transizione richiede proprio infrastrutture fisiche, reti e sistemi di accumulo.

In questo caso, la protezione non deve concentrarsi soltanto sulla perdita finanziaria, ma sui rischi che l'investitore non può governare: autorizzazioni, regolazione, livelli di domanda pubblicamente determinata, tempi di realizzazione, connessioni di rete, instabilità contrattuale. La leva pubblica più efficace può essere un flusso nazionale di operazioni certificato, contratti di lungo periodo, standard concessori, contratti che azzerano il rischio di fluttuazione dei prezzi per l'investitore (contratti per differenza), garanzia sui livelli minimi dei ricavi (*revenue floor*) e meccanismi di condivisione del rischio regolatorio. Non serve solo o necessariamente proteggere il rendimento del fondo; serve rendere prevedibili i flussi del progetto. Meno protezione finanziaria e più protezione "regolatoria".

Tabella 3. *Asset class*, funzione industriale e protezione coerente

<i>Asset class</i>	Funzione per l'Italia	Rischio dominante	Protezione più adatta
<i>Venture capital</i>	<i>Startup, deep tech, scale-up</i> , trasferimento tecnologico, creazione di nuove imprese.	Alta mortalità, ritorni concentrati in pochi casi, tempi lunghi, esternalità non catturate.	FoF con copertura delle prime perdite più intensa; FoF multi- <i>vintage</i> e multi-gestore; quote <i>reserved</i> con priorità per i ritorni a favore degli investitori previdenziali. È l' <i>asset class</i> più onerosa da proteggere ma con le maggiori esternalità positive.
<i>Private equity</i>	Crescita dimensionale, aggregazioni di filiera, managerializzazione, passaggi generazionali, internazionalizzazione.	Illiquidità, selezione dei gestori, concentrazione, leva finanziaria.	FoF con protezione parziale su perdita finale a cui si aggiunge priorità nell' <i>upside</i> fino a rendimenti-soglia. Maggiori extra-rendimenti all'investitore pubblico sopra i rendimenti soglia. Elevate esternalità positive.

Asset class	Funzione per l'Italia	Rischio dominante	Protezione più adatta
<i>Private debt</i>	Credito non bancario per PMI, <i>minibond</i> , investimenti produttivi, transizione ambientale-energetica.	Rischio di credito, <i>default</i> , recuperi, <i>covenant</i> deboli.	Ancora FoF con <i>credit enhancement</i> , tranche junior, garanzia su perdite estreme; forte disciplina su <i>covenant</i> , <i>seniority</i> , granularità e recuperi.
Infrastrutture	Reti energetiche e digitali, trasporti, social housing, sanità, economia circolare.	Regolazione, autorizzazioni, costruzione, domanda, connessioni, <i>pipeline</i> .	Protezione non solo finanziaria: contratti di lungo periodo, contratti per differenza, <i>revenue floor</i> , standard concessori, <i>pipeline</i> pubblica certificata. Elevate esternalità positive.

Come già osservato, la protezione pubblica del rendimento non può e non deve in nessun caso trasformarsi in garanzia illimitata. Essa deve essere circoscritta, operare a livello di portafoglio, essere accompagnata da selezione competitiva dei gestori e generalmente prevedere una partecipazione pubblica agli extra-rendimenti. Solo così si evitano fenomeni di azzardo morale e socializzazione delle perdite senza condivisione dei profitti.

5. Un Fondo Nazionale di protezione con CDP

Alla luce di quanto osservato nei paragrafi precedenti, per varare una politica industriale del risparmio previdenziale occorrerebbe istituire un *Fondo Nazionale di protezione e attivazione degli investimenti istituzionali nell'economia reale italiana*. Il Fondo dovrebbe avere natura pubblica, essere promosso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, prevedere un ruolo operativo centrale di CDP e dei gestori di *private markets* ad esso collegati (CDP Venture Capital SGR, CDP Real Asset SGR, Fondo Italiano d'Investimento SGR). Il *Fondo Nazionale* costituirebbe un'architettura di protezione e co-investirebbe con CDP nei FoF della galassia CDP, i cui gestori dei fondi sottostanti siano selezionati secondo criteri aperti, competitivi e trasparenti. Esso avrebbe il carattere di *fondo rotativo*.

La norma istitutiva dovrebbe autorizzare il *Fondo Nazionale* a sottoscrivere quote *junior*, subordinate o di protezione in veicoli dedicati a *venture capital*, *private equity*, *private debt* e infrastrutture italiane. Gli investitori istituzionali - fondi pensione, casse di previdenza, assicurazioni, fondazioni e altri investitori di lungo periodo - sottoscriverebbero quote "protette" senior, diverse nelle diverse *asset class*. La protezione opererebbe a scadenza o in finestre predefinite, non sulla volatilità contabile intermedia, e avrebbe un tetto massimo esplicito.

In tutti casi, sebbene con modalità diverse nelle diverse *asset class*, il *Fondo Nazionale* sarebbe lo strumento principe dell'operatore pubblico per agire da *investitore "catalitico"*, ovvero da soggetto che assume i rischi e i costi finalizzati a *"costruire il mercato"* ed assicurare alla collettività le esternalità positive, favorendo un flusso di investimenti da parte di investitori istituzionali che altrimenti non avrebbero investito o avrebbero investito all'estero. Le SGR della galassia CDP dovrebbero rispondere anche all'obiettivo di rafforzare e rendere più profondo il mercato italiano dei capitali privati. Per questo sono decisive le modalità di uscita dagli investimenti: una parte significativa delle *exit* dovrebbe avvenire tramite quotazioni o cessioni a operatori industriali, non solo attraverso passaggi tra fondi. In caso contrario, si rischierebbe di alimentare una finanziarizzazione poco attrattiva per gli imprenditori e poco coerente con l'obiettivo di crescita industriale.

La protezione pubblica generalmente non dovrebbe essere del tutto gratuita. Al *Fondo Nazionale* e a CDP dovrebbero essere attribuite quote preferenziali degli extrarendimenti sopra determinati valori soglia, in alcuni casi anche elevati. Il costo per la finanza pubblica non coinciderebbe con la massa mobilitata: dipenderebbe dalle perdite effettive, dai recuperi, dai *cap*, dalle commissioni e dalla partecipazione agli utili. Il *Fondo Nazionale diventerebbe così un capitale rotativo di attivazione, non una spesa a fondo perduto*.

La logica può essere esemplificata immaginando un FoF in cui la componente pubblica sottoscrive quote *junior* o subordinate e gli investitori previdenziali quote *senior* o protette. In caso di perdite, la componente pubblica assorbe una quota limitata del *downside*; in caso di rendimenti elevati, parte degli extra-rendimenti torna al *Fondo*

Nazionale e a CDP. Le finanze pubbliche risulterebbero anche compensate dall'incremento del *gettito fiscale* che scaturirebbe direttamente e indirettamente, mediante l'attivazione dei moltiplicatori macroeconomici della domanda aggregata dovuti al flusso di investimenti che altrimenti non si sarebbe attivato.

Tabella 4. Struttura della proposta

Elemento	Contenuto
Soggetto promotore	MEF, mediante il <i>Fondo Nazionale</i> , come investitore catalitico e sottoscrittore, insieme a CDP, di quote <i>junior</i> o subordinate.
Beneficiari diretti	Investitori istituzionali di lungo periodo: fondi pensione, casse, assicurazioni, fondazioni.
Veicoli operativi	FoF specializzati per <i>asset class</i> gestiti dalle SGR della galassia CDP, con gestori dei fondi sottostanti selezionati professionalmente e procedure aperte.
Protezione al ribasso	Assorbimento limitato di perdite finali maggiore nel <i>venture capital</i> e in misura decrescente per <i>private equity</i> e <i>private debt</i> ; integrazione entro un rendimento-soglia a carico del <i>Fondo Nazionale</i> ; generalmente premio sull'extrarendimento sopra <i>soglia</i> a favore del <i>Fondo Nazionale</i> e CDP.
Rendimento-soglia	Per i fondi pensione, riferimento minimo alla rivalutazione del TFR nel <i>private equity</i> e nel <i>private debt</i> ; soglia più elevata nel <i>venture capital</i> . Per altri investitori, soglie calibrate su rischio, durata e liquidità.
Rendimenti asimmetrici	Dopo rimborso del capitale e della soglia agli investitori senior a carico del <i>Fondo Nazionale</i> , quota preferenziale degli extra-rendimenti a CDP/ <i>Fondo Nazionale</i> fino a remunerare la protezione.
Addizionalità	Ammissibilità solo per investimenti incrementali nell'economia reale italiana, non per sostituire capitale privato già disponibile o finanziare operazioni speculative.
Presidi di prudenza	FoF diversificati, limiti di concentrazione, <i>reporting</i> , valutazioni indipendenti, gestione dei conflitti, ESG sostanziale, <i>due diligence</i> giuslavoristica, revisione periodica.

La credibilità della proposta dipenderebbe anche dalla *governance*. Per i fondi pensione il rischio principale non è soltanto finanziario; è anche reputazionale e fiduciario. Serve quindi una struttura che renda chiaro a ogni consiglio di amministrazione dei fondi pensione che l'investimento è volontario, coerente con la politica di investimento del fondo, adeguatamente diversificato, spiegabile agli aderenti. L'investimento deve risultare *coerente anche con le politiche di impegno per la sostenibilità ambientale e sociale* che i fondi pensione negoziali hanno adottato in questi anni, anche grazie al *Progetto di voto coordinato* e al *Progetto engagement* di Assofondipensione. Le imprese oggetto di investimento dovrebbero applicare i contratti sottoscritti dalle organizzazioni sindacali più rappresentative, essere conformi alla normativa italiana ed essere sottoposte a una rigorosa *due diligence* ambientale e giuslavoristica. Questi requisiti non hanno una funzione meramente reputazionale o di conformità alle norme, ma fanno parte della strategia di investimento. Orientare le risorse verso attività imprenditoriali capaci di generare occupazione di qualità e sviluppo sostenibile è coerente con la creazione di maggior valore, e quindi maggior rendimento per gli aderenti, nel lungo periodo.

Tabella 5. Presidi di compatibilità e tutela

Presidio	Funzione	Traduzione nella proposta
Addizionalità	Evita la sostituzione di investimenti che il mercato farebbe comunque.	Ammissibili solo fondi/progetti con effetto leva e investimenti incrementali.
Proporzionalità	Limita l'aiuto al minimo necessario.	Cap alle perdite coperte, durata definita, intensità diversa per <i>asset class</i> .

Presidio	Funzione	Traduzione nella proposta
Remunerazione del rischio pubblico	Esclusa la garanzia assoluta e protezione generalmente remunerata sopra soglie.	Commissioni di protezione e quota asimmetrica degli extra-rendimenti.
Selezione competitiva	Riduce vantaggi arbitrari ai gestori.	Procedure aperte per fondi, gestori e piattaforme.
Gestione indipendente	Evita allocazione politica del capitale.	<i>Investment committee</i> professionale, criteri commerciali, <i>reporting</i> pubblico e <i>audit</i> indipendente.
Tutela previdenziale	Protegge il mandato fiduciario.	Volontarietà, limiti per comparto, <i>stress test</i> , liquidità e informativa agli aderenti.

Il disegno dello strumento dovrebbe inoltre rispettare i principi europei di addizionalità, proporzionalità, remunerazione del rischio pubblico, selezione competitiva e gestione indipendente. La protezione non sarebbe dunque un sussidio generalizzato, e men che meno una garanzia, ma un meccanismo trasparente di *de-risking* volto a correggere fallimenti di mercato, ad attivare capitale privato addizionale e catturare esternalità positive.

La scala della manovra può essere rilevante anche con allocazioni prudenti. Se solo il 5% delle risorse della previdenza complementare fosse orientato, in modo volontario e protetto, verso veicoli di economia reale italiana, la massa potenziale supererebbe ad oggi i 13 miliardi. Il costo pubblico effettivo sarebbe estremamente ridotto e dipenderebbe dalle perdite eventualmente realizzate, dai livelli di protezione e dalla partecipazione agli extra-rendimenti.

Gli investimenti scaturiti dall'introduzione del *Fondo Nazionale* genererebbe rilevanti effetti moltiplicativi su domanda, produttività, occupazione e gettito fiscale.

6. Note conclusive: una politica industriale del risparmio istituzionale

L'Italia dispone di un risparmio privato e previdenziale ampio, ma continua a trasformarne una quota insufficiente in investimento produttivo nazionale. È decisivo superare la spirale negativa fatta di alto debito pubblico, bassa crescita e spazi fiscali limitati. Occorre superare la debolezza dei canali che dovrebbero incanalare il risparmio verso investimenti produttivi nel Paese.

La previdenza complementare può svolgere una funzione rilevante di capitale paziente, ma non può essere mobilitata con meccanismi di obbligatorietà, forme di *moral suasion* o unicamente incentivi fiscali. I fondi pensione amministrano risorse dei lavoratori e devono operare nell'interesse esclusivo degli aderenti. Per questo l'investimento nell'economia reale italiana può aumentare se diventa una scelta prudente, diversificata, spiegabile e coerente con il mandato previdenziale.

La proposta di un *Fondo Nazionale* di protezione, promosso dal MEF con ruolo operativo di CDP, mira precisamente a modificare il profilo rischio-rendimento degli investimenti nell'economia reale. Attraverso quote *junior* o subordinate pubbliche in FoF dedicati a *venture capital*, *private equity*, *private debt* e infrastrutture, gli investitori istituzionali potrebbero sottoscrivere quote *senior* o protette. Una quantità limitata di capitale pubblico agirebbe così da leva per mobilitare un multiplo di risorse private.

La protezione dovrebbe essere limitata, generalmente remunerata, addizionale e calibrata per *asset class*: più intensa nel *venture capital*, più selettiva nel *private equity*, più creditizia nel *private debt*, più regolatoria e contrattuale nelle infrastrutture. Non si tratterebbe di una garanzia gratuita o illimitata, ma di un capitale pubblico di attivazione, capace di assorbire una quota controllata del rischio e di partecipare agli extra-rendimenti sopra determinate soglie nei casi di successo.

La credibilità dello strumento dipenderebbe dalla *governance*: selezione competitiva dei gestori, trasparenza, limiti di concentrazione, verifica dell'addizionalità, tutela degli aderenti e coerenza con criteri ESG sostanziali, qualità del lavoro e rispetto dei contratti collettivi comparativamente più rappresentativi. Questi presidi sono

essenziali per evitare forme di allocazione politica del capitale, azzardo morale e socializzazione delle perdite senza condivisione dei profitti.

In questa prospettiva, la previdenza complementare può diventare una infrastruttura cruciale dello sviluppo italiano: non perché subordinata alla politica, ma perché una politica industriale intelligente la mette nelle condizioni di investire bene. La sfida non è chiedere ai fondi pensione di assumere più rischio nell'interesse del Paese; è costruire strumenti capaci di rendere quel rischio investibile, trasformando una quota del risparmio previdenziale in capitale paziente per la crescita, l'occupazione e la sostenibilità futura del sistema pensionistico.

Bibliografia

- AIFI (2026a), *Il mercato italiano del private equity e venture capital 2025*, www.aifi.it;
- AIFI (2026b), *Il mercato italiano del private debt 2025*, www.aifi.it;
- Arrow K.J. and Lind R.C. (1970), "Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions", *American Economic Review*;
- Brander J.A., Du Q. and Hellmann T. (2015), "The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence", *Review of Finance*.
- British Business Bank (2025), *Enterprise Capital Funds – Key Features*, <https://www.british-business-bank.co.uk/finance-options/equity-finance/enterprise-capital-funds/key-features>
- Cipriani V. (2022), "PNRR and the lack of investment opportunities in Italy. Interview to Riccardo Realfonzo", *MandateWire (Financial Times)*, 23 May;
- Convergence (2017), *Danish Climate Investment Fund Case Study*, https://www.convergence.finance/resource/danish-climate-investment-fund-case-study/view?utm_source=chatgpt.com;
- COVIP (2026a), *La previdenza complementare. Principali dati statistici*, aggiornamento, marzo
- COVIP (2026b) *Relazione per l'anno 2025 e Considerazioni del Presidente*, giugno;
- D'Angerio V. (2023), "Una garanzia statale per investire in Italia. Intervista a Riccardo Realfonzo", *Il Sole 24 Ore*, 18 febbraio;
- European Investment Bank (2026), *Credit enhancement for project finance*, <https://www.eib.org/en/products/guarantees/credit-enhancement/index>;
- Financial Services Commission – Republic of Korea (2020), *Providing incentives for private sector investments in New Deal Fund*, <https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/75039>;
- Financial Services Commission – Republic of Korea (2025), *National Growth Fund*, <https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/85267>;
- Gompers P. and Lerner J. (2004), *The Venture Capital Cycle*, MIT Press;
- Habbel V., Jackson E.T, Orth M., Richter J. and Harten S. (2021), *Evaluating Blended Finance Instruments and Mechanism: Approaches and Methods*, OECD Development Co-operation working paper 101, August;
- Harris R.S., Jenkinson T. and Kaplan S.N. (2014), "Private Equity Performance: What Do We Know?", *Journal of Finance*;
- Hausmann R., Rodrik D. and Sabel C. (2008), *Reconfiguring Industrial Policy*;
- Impact Investing Institute (2023), *Danish Climate Fund*, https://www.impactinvest.org.uk/case-study/danish-climate-fund/?utm_source=chatgpt.com;
- International Finance Corporation – World Bank Group (2018), "Mobilizing Institutional Investor Capital for Emerging Market Infrastructure Debt", *EM Compass Note* 53;
- Israel Innovation Authority (2024), *Institutional Program – Yozma Fund*, <https://innovationisrael.org.il/en/programs/yozma-fund-institutional/>;
- ISTAT (2026a), *Pil e indebitamento delle AP*, Anni 2023-2025, marzo 2026;
- ISTAT (2026b), *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche secondo il Trattato di Maastricht*, Anni 2022-2025, aprile;
- ISTAT e Banca d'Italia (2026), *La ricchezza dei settori istituzionali in Italia*. Anni 2005-2024, gennaio;

- Kaplan S.N. and Schoar A. (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows", *Journal of Finance*;
- Lerner J. (2009), *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed - and What to Do About It*, Princeton University Press;
- Marro E. (2023), "I fondi pensione? Solo 4 miliardi per l'Italia. Incentivi per Investire. Intervista a Riccardo Realfonzo", *Corriere della Sera*, 24 gennaio;
- Mazzucato M. (2014), *Lo Stato innovatore*, Laterza, Bari;
- Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica (2024), *Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima* (PNIEC), giugno;
- OECD (2013), *High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*;
- OECD (2022), Long-term investing of large pension funds and public pension reserve funds, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/809eff56-en>;
- OECD (2024), *Blended Finance De-risking Measures. The case of guarantees and credit enhancement instruments*, October;
- Realfonzo R. e D'Andrea R. (2020), "Una proposta per investire in Italia: i Fondi Pensione per lo sviluppo del Paese", *Economia e Politica*;
- Realfonzo R. (2024), "Attivare la previdenza complementare per lo sviluppo del Paese. Un fondo per investimenti diretti con protezione del rendimento", *Economia e Politica*, anno 16, n. 27, febbraio (<https://www.economiaepolitica.it/politiche-economiche/attivare-la-previdenza-complementare-per-lo-sviluppo-del-paese-un-fondo-per-investimenti-diretti-con-protezione-del-rendimento/>), audizione presso la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, Roma;
- Realfonzo R. (2026), "I fondi pensione investano in Italia", *Milano Finanza*, 5 maggio;
- Realfonzo R. e Pomponio M. (2026), "Previdenza complementare e sostenibilità. Il ruolo dei fondi negoziali", *Transizione digitale e ambientale. La complessità delle transizioni "gemelle" tra diritto e mercato*, Jovene, pp: 261-278;
- Rogari M. (2024), "Un fondo pubblico-privato per investimenti nel Paese. Intervista a Riccardo Realfonzo", *Il Sole 24 Ore*, 19 marzo;
- Rodrik D. (2004), *Industrial Policy for the Twenty-First Century*, Harvard University, November;
- Stiglitz J.E. and Weiss A. (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.