MASSIMILIANO SILLA

MULTI FAMILY OFFICE

Capire i **mercati privati.**

Private equity, private debt, infrastrutture e fondi chiusi spiegati bene: che cosa promettono, che cosa chiedono in cambio e come li tratta il fisco italiano. Una guida indipendente per chi investe.

EQUITY DEBITO ATTIVI REALI

EDIZIONE · SETTEMBRE 2026

MASSIMILIANOSILLA.COM

PERCHÉ QUESTA GUIDA

Il capitale paziente, **spiegato davvero.**

I mercati privati (il capitale investito fuori dalla borsa: aziende non quotate, prestiti diretti, infrastrutture) gestiscono ormai circa quindicimila miliardi di dollari, e da qualche anno bussano alla porta dei risparmiatori: ELTIF senza soglie d'ingresso, fondi semiliquidi, reti che propongono. La «democratizzazione» è la parola gentile di questa stagione commerciale.

Questa guida nasce per attraversarla con gli occhi aperti: capire il fondo chiuso e i suoi impegni, la curva a J e le misure che non esistono in borsa, le quattro famiglie e i loro mestieri, i costi del due e venti con tutti gli strati sopra. E il capitolo fiscale, dove abita un'esenzione che può cambiare i conti di chi sa aspettare.

È una guida indipendente, scritta da chi non gestisce, non colloca e non incassa commissioni da alcun prodotto: nomina meccanismi e non marchi, e quando l'alternativa quotata batte il pacchetto, lo dice. Fornisce le fondamenta: quelle che ogni investitore dovrebbe avere prima di impegnare un decennio.

COME USARE QUESTA GUIDA

- **È navigabile.** Dall'indice si salta al capitolo con un clic; il numero di pagina in basso riporta sempre all'indice.
- **«Da ricordare»,** in coda a ogni capitolo, riassume i punti essenziali in poche righe.
- **I box «In parole semplici»** traducono i concetti più tecnici in analogie quotidiane.
- **Il glossario finale** raccoglie tutti i termini tecnici: quando un termine non torna, la risposta è lì.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

INDICE

Tredici capitoli, **un percorso.**

PARTE PRIMA · LE FONDAMENTA

01 Il mondo dei mercati privati 6

02 Il veicolo: il fondo chiuso 10

03 La curva a J e le misure del rendimento 14

04 Il valore senza mercato 18

PARTE SECONDA · LE FAMIGLIE

05 Il private equity 22

06 Il venture capital 25

07 Il private debt 28

08 Gli attivi reali: infrastrutture e immobiliare 31

PARTE TERZA · L'USO CONSAPEVOLE

09 L'accesso per l'investitore privato 35

10 Quanto costa davvero 38

11 I rischi e le regole d'ingaggio 41

12 La fiscalità dei mercati privati per l'investitore italiano 44

13 Glossario essenziale 48

Avvertenze 52

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il capitale paziente, **in sei numeri.**

~15 mila mld $

Il patrimonio gestito nei mercati privati del mondo: quasi quadruplicato in dodici anni.

10+ anni

La vita di un fondo chiuso: il capitale si impegna, viene richiamato a tranche e torna quando può.

2 e 20

La formula storica dei costi: gestione annua più un quinto dei profitti, e il retail aggiunge strati.

~10 punti

La forbice annua tra gestori del primo e dell'ultimo quartile: qui la selezione è l'investimento.

100.000 €

La soglia dei FIA riservati in consulenza (entro il 10% del portafoglio); con l'ELTIF 2.0, nessuna soglia.

5 anni

La pazienza che nei PIR alternativi azzera le imposte sui redditi, e l'imposta di successione.

Fonti: stime di settore (McKinsey, Preqin, Invest Europe), 2024-2025; normativa europea e italiana a settembre 2026. Valori arrotondati. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può perdere valore.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



PARTE PRIMA · CAPITOLI 1–4

Le **fondamenta.**

Che cosa significa investire fuori dalla borsa: il fondo chiuso e i suoi impegni, la curva a J, le misure che non esistono in borsa; e il valore calcolato senza un mercato che lo confermi.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

01 Il capitale **fuori dalla borsa.**

Private equity, venture capital, private debt, infrastrutture: i mercati privati sono il capitale che lavora fuori dalla borsa, nelle aziende non quotate, nei prestiti diretti, nelle opere reali. Questo capitolo disegna la mappa: che cosa sono, quanto sono grandi, perché sono cresciuti tanto e perché, da qualche anno, bussano anche alla porta dei risparmiatori.

1.1 Che cosa sono i mercati privati

I **mercati privati** (nel gergo internazionale, ormai di casa anche in Italia, *private markets*) sono l'insieme degli investimenti in attività **non quotate**: quote di aziende private (private equity e venture capital), prestiti concessi fuori dal canale bancario e obbligazionario (private debt), immobili e infrastrutture detenuti direttamente (real assets). Il contrario speculare dei mercati «pubblici», la borsa, dove ogni attività ha un prezzo al secondo e un compratore a portata di clic.

La differenza non è cosmetica: è **strutturale**, e genera tutto ciò che questa guida racconterà. Senza quotazione non c'è prezzo continuo (capitolo 4), non c'è uscita immediata (l'illiquidità del capitolo 11), non c'è accesso diretto: si investe quasi soltanto attraverso **fondi specializzati**, con regole proprie (capitolo 2). In cambio, il capitale può lavorare su un terreno che la borsa non copre: la stragrande maggioranza dell'economia. Per dare una proporzione: nel mondo le aziende quotate sono decine di migliaia, quelle non quotate con dimensioni rilevanti sono **milioni**. E la tendenza degli ultimi vent'anni è che le imprese restino private più a lungo, arrivando in borsa (quando ci arrivano) già grandi e mature.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> La borsa è la vetrina illuminata sulla strada principale: prezzi esposti, si entra e si esce quando si vuole. I mercati privati sono i laboratori e i magazzini nei cortili interni: è lì che si produce gran parte del valore, ma per entrarci serve una chiave, i prezzi si contrattano, e chi entra si impegna a restare.

1.2 Le quattro famiglie

La mappa che guiderà la seconda parte della guida:

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

- **Private equity** (capitolo 5): comprare quote, spesso di controllo, di aziende mature non quotate, trasformarle e rivenderle dopo anni. È la famiglia più grande e quella che dà il nome all'intero mondo.
- **Venture capital** (capitolo 6): finanziare imprese giovani e in crescita (le startup), accettando che molte falliscano perché poche ripaghino tutto. Una legge dei grandi numeri rovesciata, con regole sue.
- **Private debt** (capitolo 7): prestare direttamente alle imprese, al posto delle banche. Direct lending, mezzanino, situazioni speciali. La famiglia cresciuta più in fretta nell'ultimo decennio.
- **Attivi reali** (capitolo 8): infrastrutture, immobiliare, energia. Beni fisici con flussi di lungo periodo, spesso agganciati all'inflazione.

Nel loro insieme, i mercati privati gestiscono oggi un patrimonio stimato attorno ai **quindicimila miliardi di dollari**, più che triplicato in dieci anni, di cui una parte cospicua è *dry powder*: capitale già raccolto dai fondi e in attesa di essere investito. Sono numeri da grande classe di attivo, non più da nicchia; ma restano una frazione dei mercati quotati, e la sproporzione va ricordata quando il marketing li presenta come «il nuovo standard» dei portafogli.



FIGURA 1 Le quattro famiglie dei mercati privati — Schema illustrativo

1.3 Perché sono cresciuti tanto

Tre forze spiegano il decennio d'oro dei mercati privati. La prima è **strutturale**: dopo la crisi del 2008, la regolamentazione ha reso più oneroso per le banche prestare alle imprese medie, e il private debt ha occupato lo spazio; nel frattempo, quotarsi in borsa è diventato più costoso e meno attraente, e le aziende hanno trovato nei fondi privati il capitale per crescere senza listino.

La seconda è **finanziaria**: un decennio di tassi a zero ha spinto gli investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni, fondazioni) a cercare rendimento dove ce n'era ancora, accettando illiquidità in cambio. I grandi patrimoni istituzionali hanno portato le loro allocazioni ai privati dal 5-10 per cento a

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

quote ben superiori, e i casi celebri degli *endowment* universitari americani, con punte oltre il 30-40 per cento, sono diventati il modello citato in ogni presentazione commerciale.

La terza forza è **commerciale**, e riguarda direttamente chi legge: saturato il mondo istituzionale, l'industria ha cercato nuovi capitali; e li ha trovati nel risparmio privato. Regole europee nuove (l'ELTIF, che incontreremo nel capitolo 9), fondi «semiliquidi» pensati per il collocamento, reti bancarie incentivate: la cosiddetta **democratizzazione dei mercati privati** è il tema commerciale di questi anni. Questa guida esiste anche per distinguere, dentro quella parola gentile, ciò che è opportunità genuina da ciò che è semplicemente un nuovo pubblico per vecchie commissioni.

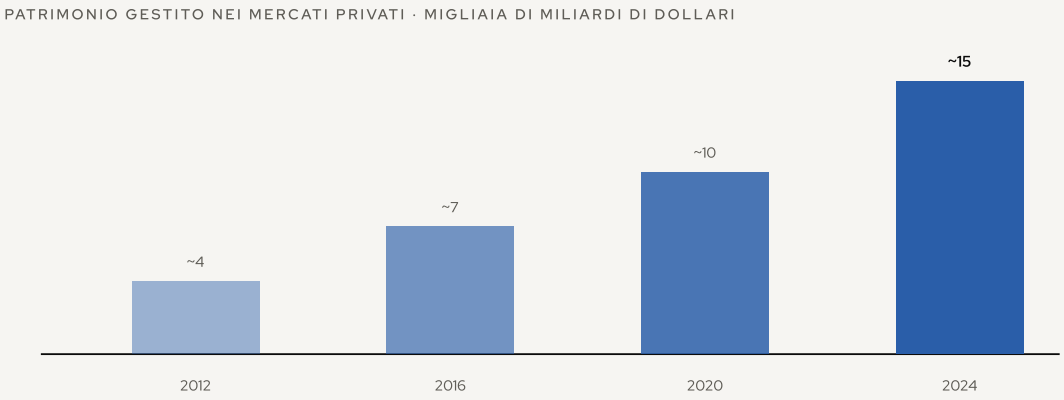


FIGURA 2 La crescita del patrimonio gestito

Stime di settore (McKinsey, Preqin); valori arrotondati

1.4 La promessa e le sue condizioni

Che cosa promettono, in cambio di tutto ciò che chiedono? La tesi storica dei mercati privati poggia su tre argomenti. Il **premio di illiquidità**: chi rinuncia a vendere per anni pretende un compenso, e nel lungo periodo i migliori fondi privati hanno reso più dei mercati quotati. L'**accesso a economia non quotata**: settori, dimensioni d'impresa e operazioni che in borsa semplicemente non esistono. E il **controllo attivo**: un fondo che possiede un'azienda può cambiarne il management, la strategia, la struttura finanziaria. Leve che un azionista di minoranza in borsa non ha.

Le condizioni, però, sono parte del contratto quanto la promessa, e la ricerca indipendente le documenta con chiarezza. Primo: il premio medio, al netto delle commissioni (capitolo 10), è **più sottile di quanto i grafici commerciali mostrino**, e per alcune annate e segmenti è discusso che esista affatto. Secondo: la parola «medio» nasconde una **dispersione enorme**. La differenza tra un gestore del primo e uno dell'ultimo quartile vale molti punti percentuali l'anno, contro i decimali dei fondi azionari: nei mercati privati la selezione non è un dettaglio, è quasi tutto (capitolo 11). Terzo: i rendimenti si misurano con metriche particolari (IRR, multipli) che non si confrontano direttamente con quelli di borsa, e che si prestano a qualche cosmesi (capitolo 3).

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

La posizione di questa guida, dichiarata subito: i mercati privati sono una classe di attivo **legittima e, per alcuni patrimoni, preziosa**, a condizione di entrarci con capitale davvero paziente, aspettative educate dai numeri veri e una selezione all'altezza. Il resto delle pagine serve a costruire esattamente queste tre condizioni.

DA RICORDARE

- Mercati privati = capitale fuori dalla borsa: private equity, venture capital, private debt, attivi reali. Niente prezzo continuo, niente uscita immediata, accesso quasi solo via fondi.
- Circa quindicimila miliardi di dollari gestiti, triplicati in dieci anni: una classe di attivo vera, non più una nicchia, ma pur sempre una frazione dei mercati quotati.
- Tre motori della crescita: banche più caute, borse meno attraenti, tassi a zero; e ora la «democratizzazione» verso il risparmio privato.
- La promessa: premio di illiquidità, accesso all'economia non quotata, controllo attivo. Le condizioni: commissioni pesanti, dispersione enorme fra gestori, metriche da saper leggere.
- Classe legittima, a tre condizioni: capitale paziente davvero, aspettative educate dai numeri netti, selezione all'altezza.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

02 Un impegno, **non un parcheggio.**

Nei mercati privati non si compra un titolo: si sottoscrive un fondo, e il fondo ha regole tutte sue. Il gestore e i sottoscrittori, l'impegno di capitale che viene richiamato a rate, una vita di dieci anni e oltre. Questo capitolo spiega la macchina, perché senza capirla ogni discorso sui rendimenti è prematuro.

2.1 GP e LP: chi fa che cosa

Il veicolo classico dei mercati privati è il **fondo chiuso** (in Europa, tecnicamente, un FIA: fondo di investimento alternativo). La sua architettura ha due ruoli, con i nomi anglosassoni che tutta l'industria usa. Il **general partner** (GP) è la società di gestione: individua le operazioni, investe, siede nei consigli, decide quando vendere; impegna nel fondo anche denaro proprio (tipicamente l'1-3 per cento) perché i suoi interessi siano allineati. I **limited partner** (LP) sono i sottoscrittori (fondi pensione, assicurazioni, famiglie): mettono il capitale, non toccano la gestione, e la loro responsabilità è limitata a quanto impegnato.

«Chiuso» significa due cose insieme. **Chiuso all'ingresso**: la raccolta avviene in una finestra iniziale, poi il fondo parte con i suoi sottoscrittori e basta; chi arriva dopo aspetta il fondo successivo. **Chiuso all'uscita**: le quote non si riscattano a piacere; il capitale torna quando il fondo vende gli investimenti, secondo i tempi delle sezioni che seguono. È la differenza abissale rispetto ai fondi aperti e agli ETF delle guide precedenti, e la prima cosa da avere chiara: **qui il denaro si impegna, non si parcheggia**.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Un fondo chiuso è come partecipare alla costruzione di un palazzo: si firma per una quota dell'impresa, si versa man mano che i lavori avanzano, e si incassa quando gli appartamenti vengono venduti. Nessuno può bussare a metà cantiere e chiedere indietro i mattoni.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



FIGURA 3 L'architettura del fondo chiuso — Schema illustrativo

2.2 Il commitment: un impegno, non un versamento

La sottoscrizione di un fondo chiuso ha una particolarità che sorprende chi arriva dai mercati quotati: **non si versa subito**. Si firma un **commitment** (un impegno di capitale, poniamo 500.000 euro) e il gestore lo **richiama** a tranche (*capital call*) negli anni successivi, man mano che trova le operazioni: il 15 per cento oggi, il 20 fra otto mesi, e così via, di norma lungo i primi quattro-cinque anni.

Le conseguenze pratiche sono tre, e nessuna è un dettaglio. Primo: **l'impegno è vincolante**. Chi non onora un richiamo subisce penali severe, fino alla perdita di quanto già versato; il commitment va dimensionato su liquidità che si *avrà*, con certezza, quando verrà chiamata. Secondo: il capitale non richiamato va **parcheggiato bene nel frattempo**, in strumenti liquidi e prudenti, perché deve farsi trovare pronto. Terzo: il capitale **al lavoro** nel fondo è sempre meno del commitment. All'inizio perché i richiami arrivano gradualmente, alla fine perché le prime vendite restituiscono denaro: chi vuole una data esposizione *media* ai privati deve impegnare di più, e i professionisti costruiscono programmi pluriennali apposta (capitolo 11).

2.3 La vita del fondo: dieci anni, tre stagioni

Il fondo chiuso classico nasce con una durata di **dieci anni**, prorogabile di uno o due. Dentro, tre stagioni. Il **periodo di investimento** (anni 1-5 circa): il gestore richiama capitale e compra. Aziende, crediti, attivi. La **gestione**: le partecipazioni vengono trasformate (nuovi management, acquisizioni, sviluppo) ed è qui che il valore, se arriva, viene costruito. La **dismissione** (di norma dagli anni 5-6): le partecipazioni si vendono (a un'altra azienda, a un altro fondo, talvolta in borsa) e i ricavi vengono **distribuiti** ai sottoscrittori man mano, non a scadenza fissa.

Ne discende il profilo di cassa più importante da capire: i flussi di un fondo chiuso sono **negativi prima e positivi poi**, con tempi solo stimabili. Non esiste la cedola regolare delle obbligazioni né il disinvestimento a piacere degli ETF: esiste una sequenza di richiami e distribuzioni lunga un decennio, che il

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

capitolo 3 metterà in grafico, la famosa curva a J. Chi ha bisogno di flussi certi a date certe ha già la risposta: questo strumento non è per quella parte del suo patrimonio.

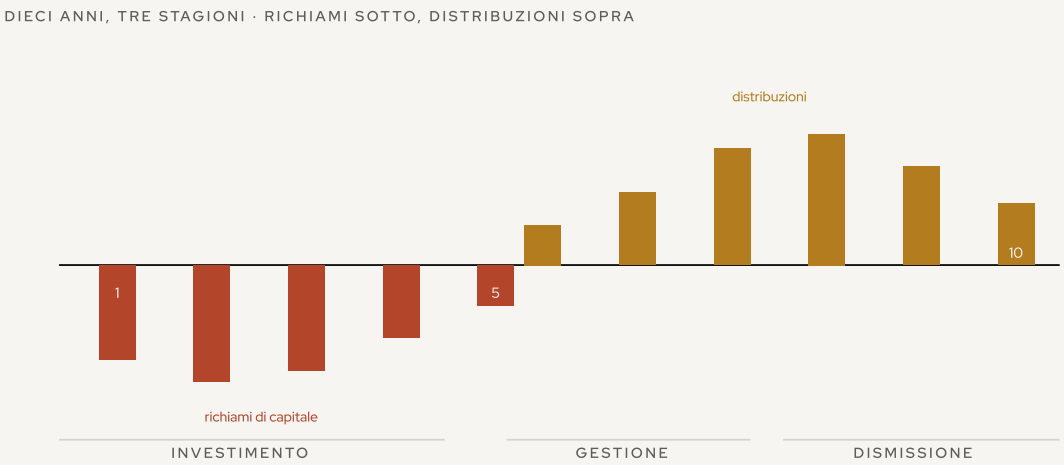


FIGURA 4 Dieci anni, tre stagioni — Esempio illustrativo

2.4 Le varianti: fondi di fondi, feeder, semiliquidi

Attorno al modello base, tre varianti che l'investitore privato incontra di sicuro. Il **fondo di fondi** investe non in aziende ma in altri fondi: diversificazione istantanea su gestori e annate, al prezzo di **un secondo strato di commissioni** (capitolo 10). Il **feeder** è il veicolo-tramite con cui una rete raccoglie tanti clienti privati e li porta, aggregati, dentro un grande fondo istituzionale: utile per abbassare le soglie, ma anche qui con costi aggiuntivi da leggere. Il feeder è un tubo, e i tubi si pagano.

La variante più importante degli ultimi anni è però il fondo **semiliquido** (o *evergreen*): niente commitment né richiami (si versa subito, come in un fondo ordinario), niente scadenza, NAV mensile, e finestre di rimborso periodiche **con limiti**: tipicamente si può uscire ogni trimestre, ma il fondo rimborsa al massimo il 5 per cento del patrimonio a finestra (i *gate*). È il formato con cui i mercati privati vengono proposti al pubblico retail, ELTIF inclusi (capitolo 9), e va capito per ciò che è: **un compromesso**. Più semplice e più accessibile, ma con liquidità promessa solo «condizioni permettendo» (nei momenti difficili i gate si chiudono proprio quando tutti vogliono uscire) e con una parte del portafoglio tenuta liquida per servire i rimborsi, che diluisce l'esposizione ai privati che si era venuti a cercare. Semiliquido non significa liquido: significa illiquido con gentilezza.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

DA RICORDARE

- GP gestisce e co-investe, LP mette il capitale: il fondo chiuso è chiuso all'ingresso e all'uscita. Il denaro si impegna, non si parcheggia.
- Il commitment è vincolante e viene richiamato a tranche per anni: si dimensiona su liquidità certa, e il capitale in attesa va parcheggiato con prudenza.
- Dieci anni, tre stagioni: investimento, trasformazione, dismissione. Flussi negativi prima e positivi poi, a date solo stimabili.
- Fondi di fondi e feeder aggiungono accesso e diversificazione al prezzo di strati di costi in più.
- Il semiliquido è il formato del retail: niente richiami, NAV mensile, rimborsi con gate. Non è liquidità: è illiquidità con gentilezza.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

03 Prima si semina, **poi si raccoglie.**

Prima si versa, poi, forse, si incassa: il percorso di un fondo chiuso disegna una J, e i suoi rendimenti si misurano con sigle che non esistono in borsa: IRR, TVPI, DPI. Questo capitolo insegna a leggerle, e a riconoscere i punti dove i numeri si prestano a qualche trucco di scena.

3.1 La curva a J: perché si scende prima di salire

Mettiamo in grafico il valore complessivo dell'investimento in un fondo chiuso (versamenti, valore delle partecipazioni, distribuzioni) anno per anno. Nei primi anni il saldo è **negativo e peggiora**: i richiami escono, le commissioni maturano fin dal primo giorno (spesso sull'intero commitment: capitolo 10), e le partecipazioni appena comprate sono ancora in carico al costo, quando non svalutate per prudenza. Solo dal quarto-quinto anno, se le cose vanno bene, le prime rivalutazioni e le prime vendite invertono la rotta; il pareggio arriva tipicamente a metà vita, e il guadagno si concentra nella seconda metà.

Il disegno che ne esce è la **curva a J**: giù, poi su. Non è un difetto del singolo fondo: è la fisiologia della classe di attivo, e va interiorizzata per due ragioni pratiche. Primo: **i primi estratti conto saranno brutti**, per costruzione; chi non lo sa vende l'idea (o il fondo, se può) esattamente nel punto più basso della J. Secondo: il rendimento di un fondo chiuso **non è giudicabile prima di sei-sette anni**. Le classifiche dei fondi giovani misurano il rumore, non il merito.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> È il percorso di un frutteto: i primi anni si spende (terreno, piante, potature) e il bilancio è tutto in rosso. I primi frutti arrivano al quarto anno, il raccolto pieno dopo il settimo. Giudicare un frutteto al secondo anno guardando il conto economico è un errore di calendario, non di agricoltura.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

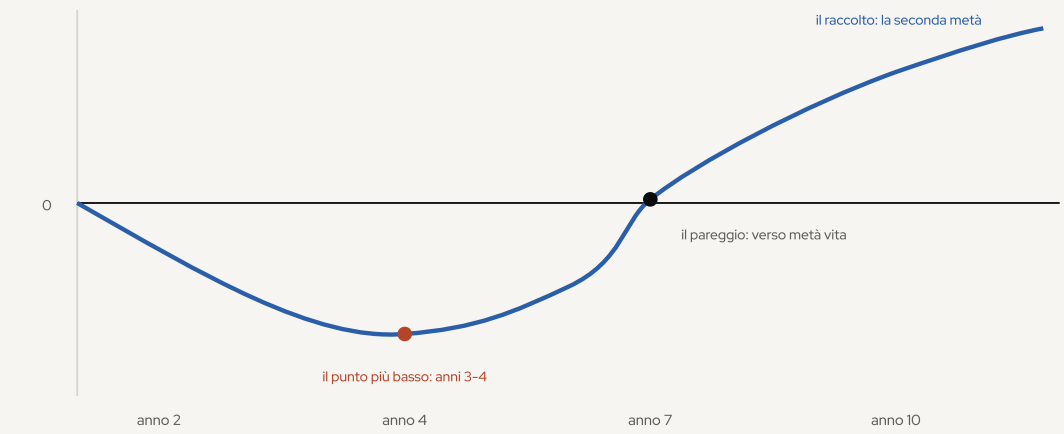


FIGURA 5 La curva a J

Esempio illustrativo

3.2 TVPI e DPI: i multipli, ovvero i soldi veri

La prima famiglia di misure sono i **multipli sul capitale versato**: quante volte è tornato, o promette di tornare, ogni euro richiamato. Il **DPI** (*distributions to paid-in*) conta solo i soldi **già distribuiti**: un DPI di 1,4 significa che per ogni euro versato ne sono tornati 1,40, in cassa, definitivi. Il **TVPI** (*total value to paid-in*) somma alle distribuzioni anche il **valore stimato** di ciò che il fondo ancora detiene: è il quadro completo, ma la sua seconda componente è una valutazione, non un incasso, con tutte le cautele che il capitolo 4 riserverà alle valutazioni.

La gerarchia di affidabilità è dunque netta: **il DPI è denaro, il TVPI è denaro più opinioni**. A inizio vita il TVPI dice poco e il DPI è zero per definizione; a fine vita i due convergono, e ciò che conta davvero è dove converge il DPI. La lettura matura di un fondo tiene entrambi sott'occhio insieme all'età: un TVPI di 1,6 all'anno nove con DPI a 0,5 racconta un fondo che deve ancora dimostrare quasi tutto, e che sta chiedendo fiducia sulle proprie stime.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

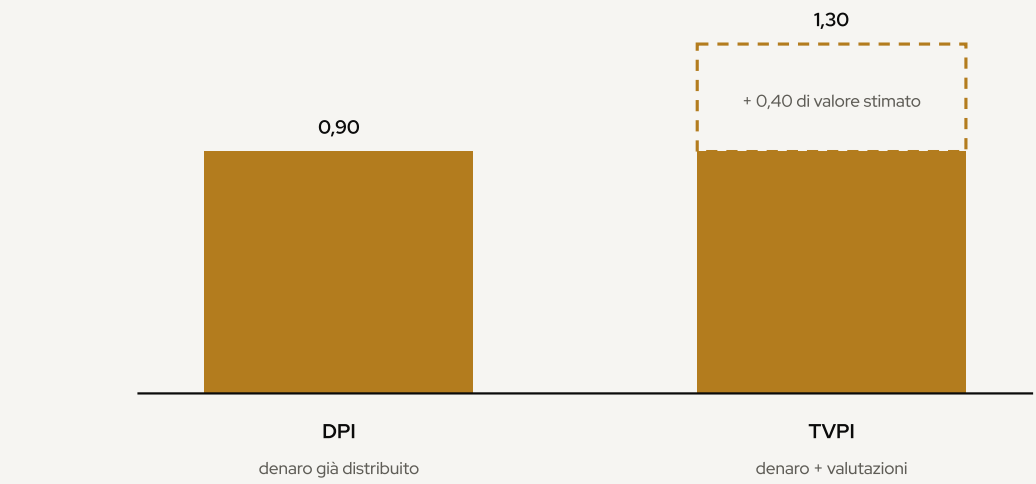


FIGURA 6 DPI e TVPI a confronto

Esempio ipotetico

3.3 L'IRR: potente, e facile da truccare

La misura regina dell'industria è l'**IRR** (*internal rate of return*): il tasso annuo che rende equivalenti, finanziariamente, la sequenza dei versamenti e quella degli incassi, ciascuno pesato per la propria data. È concettualmente giusta (in un mondo di flussi irregolari, è il modo corretto di annualizzare), ma ha due proprietà che l'investitore deve conoscere.

La prima: **l'IRR non è il rendimento del vostro patrimonio**. Premia i flussi brevi: un fondo che restituisce presto può esibire IRR alti anche se ha moltiplicato poco il capitale, e il denaro restituito presto va poi reinvestito chissà dove. Per questo IRR e multipli si leggono **sempre in coppia**: l'IRR dice quanto in fretta, il multiplo dice quanto in tutto.

La seconda: l'IRR si presta a **cosmesi legale**. La pratica più diffusa sono le **linee di credito in sottoscrizione**: il fondo finanzia i primi investimenti con un prestito bancario e ritarda i richiami ai sottoscrittori anche di un anno o più; i flussi degli LP si accorciano, e l'IRR, a parità di risultato vero, sale di qualche punto. Diffusissima anche la vetrina del **momento giusto**: i rendiconti dei fondi giovani gonfiati dalle prime rivalutazioni, le medie di settore calcolate escludendo i fondi peggiori (i defunti non rispondono ai sondaggi). Le difese sono semplici: chiedere sempre multipli oltre all'IRR, dare peso al DPI, e trattare ogni IRR sopra la soglia del plausibile come una domanda, non come una risposta.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

3.4 Confrontare con la borsa: il metro giusto

Resta la domanda che ogni presentazione commerciale anticipa a modo suo: «quanto rende rispetto alla borsa?». Il confronto ingenuo, IRR del fondo contro rendimento annuo dell'indice, è **metodologicamente scorretto**: misura cose diverse su flussi diversi. Lo strumento corretto esiste e si chiama **PME** (*public market equivalent*): simula l'investimento degli stessi flussi, alle stesse date, nell'indice quotato, e confronta i montanti. È il numero da chiedere quando si valuta un gestore serio, e i gestori seri lo forniscono.

Che cosa dice la ricerca indipendente, in sintesi onesta? Che il private equity ha storicamente battuto i mercati quotati con questo metro, ma con un margine **medio modesto** (l'ordine di grandezza è di pochi punti percentuali l'anno al netto delle commissioni, in calo nelle annate recenti man mano che il capitale affluito comprime i ritorni); che il vantaggio si concentra **nei gestori migliori**, con una dispersione che rende la media quasi irrilevante; e che in alcuni segmenti e periodi il premio, al netto di tutto, non c'è stato. Non è un verdetto contro la classe. È la taratura delle aspettative: chi entra nei privati per «rendimenti a doppia cifra garantiti dal premio di illiquidità» sta comprando uno slogan; chi entra per un vantaggio possibile, condizionato alla selezione e pagato con un decennio di pazienza, sta facendo un investimento.

DA RICORDARE

- La curva a J è fisiologia: prima i versamenti e i costi, poi (forse) i frutti. I primi estratti conto sono brutti per costruzione, e un fondo non si giudica prima di sei-sette anni.
- DPI = denaro tornato; TVPI = denaro più valutazioni. La gerarchia di affidabilità è questa, e a fine corsa conta dove arriva il DPI.
- L'IRR premia la velocità, non la quantità: si legge sempre in coppia coi multipli; e le linee di credito in sottoscrizione lo gonfiano legalmente.
- Il confronto giusto con la borsa è il PME, sugli stessi flussi alle stesse date: chiedetelo, i gestori seri lo forniscono.
- Il premio storico medio è reale ma modesto e in calo, concentrato nei gestori migliori: la media, qui, è quasi irrilevante.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

04 Il valore, **senza mercato.**

Quanto vale un'azienda che nessuno compra e vende ogni giorno? Quanto decide chi lo scrive? I mercati privati vivono di valutazioni, non di prezzi, e la differenza produce effetti che ogni investitore deve conoscere: la volatilità che sembra bassa, i NAV che arrivano in ritardo, gli sconti del mercato secondario.

4.1 NAV: una stima trimestrale, non un prezzo

Nei mercati quotati il valore è un fatto: c'è un prezzo, adesso, al quale si può davvero vendere. Nei privati il valore è un **giudizio**: il NAV del fondo esce di norma **ogni trimestre**, con settimane di ritardo, e nasce da valutazioni delle singole partecipazioni fatte con metodi da manuale (multipli di aziende quotate comparabili, flussi di cassa attualizzati, prezzi delle transazioni recenti) applicati dal gestore secondo principi internazionali e sottoposti a revisione.

È un processo serio, non un numero inventato; ma resta una **stima con margini di discrezionalità**, prodotta da chi ha interesse a un risultato ordinato, su attivi che per definizione non hanno prezzo di mercato. La verifica arriva solo nei momenti di verità: quando la partecipazione viene **venduta davvero** (e la letteratura documenta che i prezzi di vendita si discostano dai NAV precedenti anche in misura rilevante, in entrambe le direzioni) o quando il sottoscrittore prova a cedere la propria quota sul mercato secondario, dove gli sconti parlano chiaro (ultima sezione).

4.2 La volatilità che non si vede

Dal meccanismo delle valutazioni discende l'effetto più celebrato, e più equivocato, dei mercati privati: **la volatilità apparente bassissima**. Il NAV trimestrale, costruito su metodi contabili e aggiornato con prudenza, si muove poco e in ritardo: nei grafici commerciali, la linea dei privati scorre serena accanto alle montagne russe della borsa, e il messaggio implicito è «stesso rendimento, metà del rischio».

La lettura corretta è un'altra: quella serenità è in parte **un artefatto della misurazione**. Le aziende in portafoglio vivono nella stessa economia delle quotate: quando la borsa perde il 30 per cento, il valore economico di un'azienda privata simile non resta immobile. È il suo NAV che non lo registra, o lo registra dopo, diluito. Gli accademici chiamano il fenomeno *smoothing* (levigatura) dei rendimenti; qualcuno, polemicamente, «riciclaggio di volatilità»; e la conseguenza pratica è duplice. Per il portafoglio: i privati

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

diversificano meno di quanto sembri. Il rischio economico c'è, arriva solo con altro calendario. Per la psiche: quella stessa levigatura è, onestamente, **parte del valore percepito**. Non vedere i prezzi ballare aiuta molti investitori a restare investiti; purché si sappia che è un effetto ottico acquistato al prezzo dell'illiquidità, non una proprietà magica degli attivi.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> È la differenza tra pesarsi ogni mattina e pesarsi una volta a stagione, dopo essersi vestiti con cura: la seconda bilancia racconta una storia molto più tranquilla. Il corpo, nel frattempo, è lo stesso: è la frequenza (e la cortesia) della misura a cambiare il film.

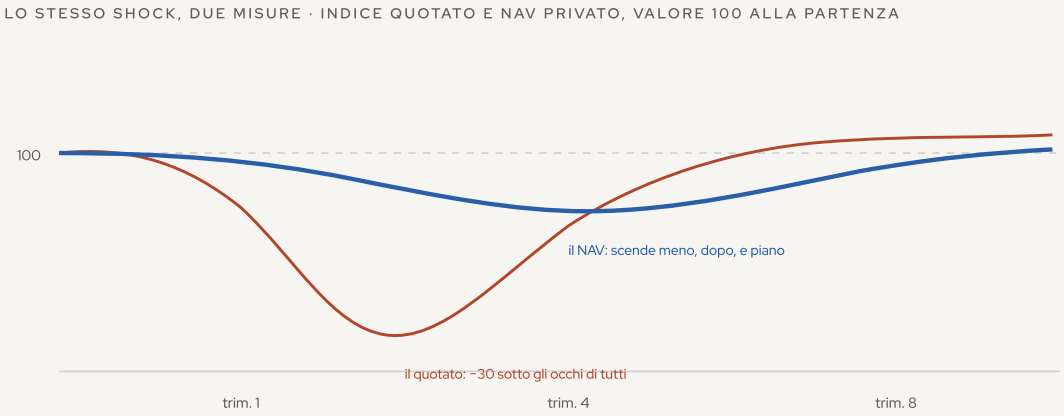


FIGURA 7 Lo stesso shock, due misure — Esempio illustrativo

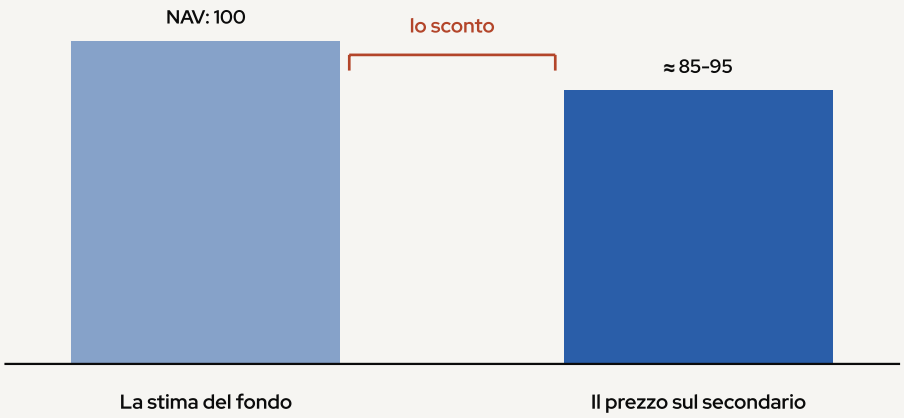
4.3 Il mercato secondario: dove le stime incontrano i prezzi

Esiste un luogo dove le quote dei fondi chiusi trovano un prezzo vero: il **mercato secondario**, compratori specializzati (i fondi *secondaries*) che rilevano le posizioni di chi deve uscire prima della fine. È un mercato cresciuto e ormai maturo, ed è prezioso due volte: come **uscita di emergenza** reale, e come **termometro** della distanza tra stime e prezzi.

Il termometro dice questo: le quote passano di mano di norma **a sconto sul NAV**, pochi punti nelle fasi tranquille per i fondi migliori, ma il 10-20 per cento e oltre nei momenti di stress o per i portafogli meno pregiati. Lo sconto è il prezzo dell'illiquidità reso finalmente visibile: chi vende prima del tempo lo paga, chi compra se lo mette in tasca. Per l'investitore privato le lezioni sono due. La prima: l'uscita anticipata **esiste ma costa**. Il secondario è un paracadute, non una porta girevole. La seconda, in positivo: i fondi che *comprano* sul secondario, accessibili anche in formato ELTIF, offrono un ingresso con J-curve attenuata e sconto incorporato: una delle vie più sensate, come vedremo, per un primo passo in questa classe di attivo.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

LA QUOTA DI UN FONDO CHIUSO, VENDUTA PRIMA DEL TEMPO



Pochi punti nei momenti calmi, oltre il 20% nello stress: è il prezzo dell'illiquidità reso visibile.

FIGURA 8 Lo sconto del mercato secondario

Esempio illustrativo

DA RICORDARE

- Il NAV è una stima trimestrale seria ma discrezionale: il valore vero si conosce solo alla vendita, o sul secondario.
- La volatilità bassa dei privati è in parte un artefatto: lo smoothing sposta il rischio nel tempo, non lo elimina. Diversificano meno di quanto sembri.
- L'effetto calmante dei NAV levigati è parte del valore percepito: va goduto sapendo che è ottica, pagata con l'illiquidità.
- Il secondario è il luogo dei prezzi veri: sconti fisiologici sul NAV, che si allargano nello stress. Uscire prima si può, ma costa.
- I fondi secondaries, anche in formato ELTIF, comprano quegli sconti: J-curve attenuata, ingresso diversificato. Una porta sensata per cominciare.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



II

PARTE SECONDA · CAPITOLI 5–8

Le **famiglie.**

I quattro mestieri del capitale privato: il private equity e le sue leve, il venture e la sua legge di potenza, il debito che ha preso il posto delle banche, gli attivi reali e i loro flussi.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

05 Comprare, trasformare, **rivendere.**

Comprare un'azienda, trasformarla, rivenderla: il private equity è la famiglia regina dei mercati privati, quella dei buyout, della leva, dei piani industriali quinquennali. Questo capitolo spiega come crea valore quando lo crea, dove sono i rischi quando non lo crea, e perché qui la scelta del gestore vale più della scelta della classe.

5.1 Buyout e growth: i due mestieri

Sotto l'etichetta private equity convivono due mestieri principali. Il **buyout**, il cuore della categoria, compra il **controllo** di aziende mature e redditizie: il fondo acquisisce la maggioranza (spesso la totalità), di norma usando una dose importante di debito, e per cinque-sette anni governa l'azienda come proprietario pieno. Il **growth equity** entra invece in **minoranza qualificata** in aziende già solide ma in forte espansione, che cercano capitale per crescere senza cedere il controllo: meno leva, meno governo, più scommessa sulla traiettoria.

In Italia e in Europa il private equity lavora soprattutto sul tessuto delle **medie imprese**: aziende familiari alla svolta generazionale, campioni di nicchia da internazionalizzare, gruppi da costruire aggregando operatori piccoli (le strategie di *buy and build*). È un'informazione utile due volte: dice dove va il capitale, e ricorda che il sottostante di questi fondi è economia reale conosciuta, non ingegneria astratta.

5.2 Da dove viene il rendimento (quando viene)

Il rendimento di un buyout si può sempre scomporre in **tre leve**, e la scomposizione è il modo giusto di giudicare un gestore. La prima è la **crescita operativa**: l'azienda vende di più, con margini migliori. Nuovi mercati, nuovi prodotti, acquisizioni integrate, management rafforzato. È la leva nobile, quella che il gestore controlla davvero. La seconda è l'**espansione del multiplo**: rivendere a un prezzo, in rapporto agli utili, superiore a quello d'acquisto, perché l'azienda è migliorata, o semplicemente perché il mercato è salito. La terza è la **leva finanziaria**: il debito amplifica il ritorno sul capitale proprio quando le cose vanno bene, e amplifica le perdite quando vanno male.

La ricerca sull'attribuzione racconta un'evoluzione istruttiva: nei decenni d'oro, buona parte dei ritorni della categoria è venuta da multipli in espansione e debito a buon mercato, due leve **ambientali**, non gestionali, che il decennio dei tassi alti ha spuntato. I fondi che continuano a rendere sono quelli forti

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

sulla prima leva; ed è per questo che la due diligence seria chiede ai gestori esattamente questa scomposizione: quanta parte dei vostri risultati passati è crescita operativa? La risposta separa i costruttori dai surfisti.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Comprare casa con il mutuo all'80 per cento e rivenderla dopo che il quartiere si è rivalutato fa guadagnare molto sul capitale proprio, ma il merito è del quartiere e del mutuo, non del proprietario. Il proprietario bravo è quello che avrebbe guadagnato comunque: perché ha rifatto l'impianto, sanato l'abuso, diviso l'appartamento. Ai gestori si chiede questo: quanto era quartiere, quanto era lavoro.

DA DOVE VIENE IL RITORNO DI UN BUYOUT · LA SCOMPOSIZIONE DA CHIEDERE



FIGURA 9 Le tre leve del rendimento — Schema illustrativo

5.3 Dispersione: la statistica che comanda la classe

Il dato singolo più importante del private equity non è il rendimento medio: è la **dispersione attorno alla media**. Tra i fondi azionari quotati, la differenza tra un gestore del primo e uno dell'ultimo quartile si misura in decimali o pochi punti l'anno: l'indice li tiene tutti vicini. Nel private equity la stessa forbice si misura in **molti punti percentuali l'anno**: storicamente, nell'ordine di dieci e oltre tra primo e ultimo quartile, con code ancora più larghe nel venture capital.

Le implicazioni pratiche sono tre, e reggono tutto il resto della guida. Primo: **«investire nel private equity» non esiste**. Esiste investire in specifici fondi, e l'esito dipende da quali. Secondo: la selezione richiede ciò che il risparmiatore tipicamente non ha. Accesso ai gestori migliori (i cui fondi si riempiono su invito), capacità di analisi, numeri storici verificabili; è l'argomento più onesto a favore di

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

fondi di fondi e programmi gestiti, nonostante i loro costi. Terzo: la **persistenza** dei risultati, i bravi che restano bravi, è documentata ma si è indebolita nel tempo, e comunque il fondo che il retail riesce a comprare facilmente raramente è quello del primo quartile: su questo il capitolo 9 sarà esplicito.

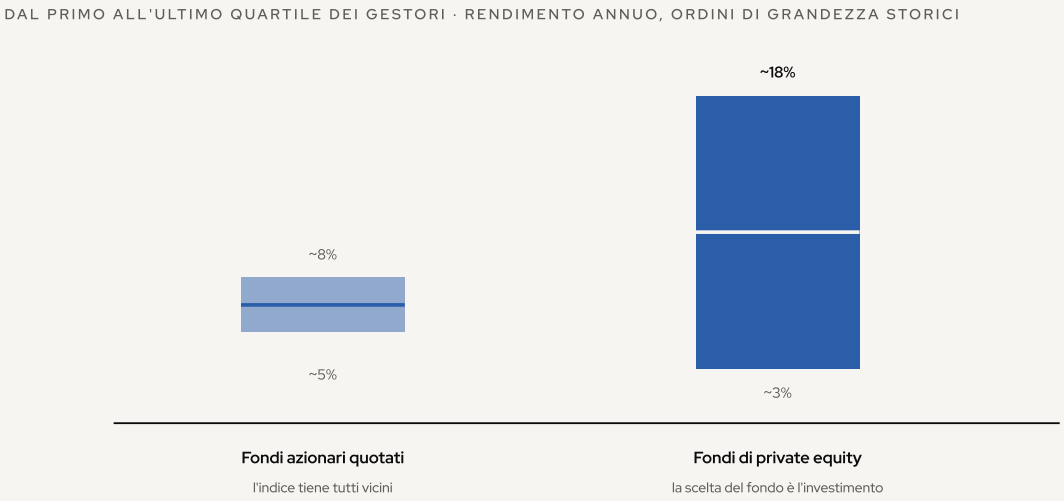


FIGURA 10 La dispersione fra gestori

Ordini di grandezza da ricerche di settore

DA RICORDARE

- Buyout: controllo, debito e cinque-sette anni di governo dell'azienda. Growth: minoranze in aziende in espansione. In Europa, soprattutto medie imprese.
- Tre leve del rendimento: crescita operativa, espansione del multiplo, leva finanziaria. Solo la prima è merito pieno del gestore, e i tassi alti hanno spuntato le altre due.
- La domanda-chiave a ogni gestore: quanta parte dei risultati è crescita operativa? Separa i costruttori dai surfisti.
- La dispersione tra gestori vale più della media: dieci e più punti l'anno tra primo e ultimo quartile. «Investire nel PE» non esiste: esistono i fondi specifici.
- I fondi migliori si riempiono su invito: il problema dell'accesso è metà del problema della selezione.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

06 Pochi vincitori **pagano per tutti.**

Finanziare il nuovo quando è ancora piccolo, sapendo che la maggior parte delle scommesse si perderà: il venture capital è la famiglia più raccontata dei mercati privati e la più lontana dalle sue narrazioni. Questo capitolo ne spiega la matematica (la legge di potenza) e perché per un investitore privato è quasi sempre la porta sbagliata da cui cominciare.

6.1 Il mestiere: capitale ai non ancora grandi

Il **venture capital** finanzia imprese giovani ad alto potenziale (le startup) lungo una scala di stadi che l'industria chiama *round*: il **seed** per l'idea che diventa prodotto, le **serie A e B** per il prodotto che trova il mercato, i **round di crescita** per la scalata. A ogni stadio il fondo compra una minoranza, affianca i fondatori (reclutamento, clienti, round successivi) e punta all'**exit**: la vendita a un grande gruppo o, nei casi da copertina, la quotazione.

Rispetto al private equity del capitolo 5 cambia tutto: niente controllo, niente debito, niente flussi di cassa da governare. Si compra **opzionalità pura** su aziende che per anni bruceranno cassa. Il valore del fondo dipende interamente da pochi eventi futuri e binari: o l'azienda diventa grande, o il capitale investito lì vale poco o nulla. Questa natura binaria non è un incidente: è il fondamento della matematica della sezione seguente.

6.2 La legge di potenza: pochi vincitori pagano per tutti

I rendimenti del venture non seguono la campana gaussiana dei mercati quotati: seguono una **legge di potenza**. In un portafoglio tipico di venti-trenta partecipazioni, la distribuzione attesa è brutale: **metà o più restituirà poco o nulla**, un gruppo intermedio renderà il capitale o poco più, e **una o due partecipazioni**, se arrivano, faranno da sole l'intero rendimento del fondo, moltiplicandosi per venti, cinquanta, cento volte.

Da questa matematica discendono tutte le regole del mestiere. Il gestore non cerca buone aziende: cerca **possibili fuoriclasse**, perché un portafoglio di scommesse «ragionevoli» che al massimo triplicano è matematicamente perdente quando metà del paniere va a zero. La diversificazione non è opzionale: con esiti così concentrati, un paniere piccolo è una lotteria anche in mani ottime. E la **disper-**

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

sione tra fondi, già enorme nel private equity, qui diventa abissale: i fondi leggendari che hanno preso i due-tre colossi del decennio trascinano le medie di categoria a cui tutti gli altri non somigliano affatto. La media del venture è la media tra Achille e mille tartarughe.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> È il modello del cercatore d'oro serio: cento scavi, novanta buche vuote, nove filoni modesti che ripagano le pale, e, forse, una vena che paga tutta la spedizione e la successiva. Chi non può permettersi cento scavi non sta facendo il cercatore d'oro: sta comprando un biglietto della lotteria con la piccozza in mano.

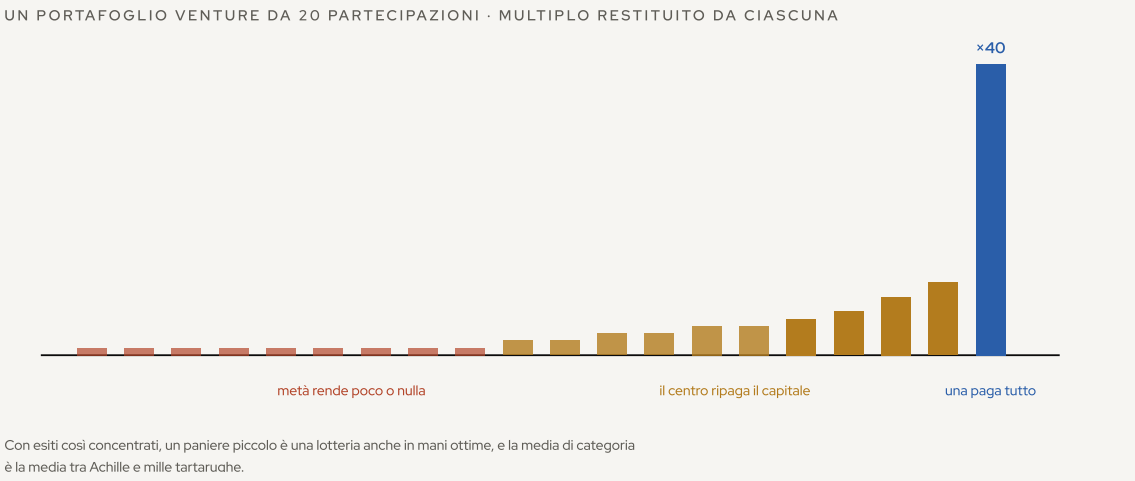


FIGURA 11 La legge di potenza del venture — Esempio illustrativo

6.3 Il problema dell'accesso (ed è quasi tutto)

Nel venture, più ancora che nel private equity, vale una legge di ferro: **i rendimenti abitano nei fondi in cui è difficilissimo entrare**. I gestori con accesso alle migliori occasioni (quelli che i fondatori scelgono, non che scelgono) raccolgono su invito da sottoscrittori storici; il capitale nuovo, tanto più se retail, accede tipicamente a ciò che resta. E per la legge di potenza, «ciò che resta» non è un po' peggio della cima: è **un altro mestiere**, con attese di rendimento che non giustificano il rischio e l'illiquidità.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Per l'investitore privato italiano la traduzione è franca. L'esposizione sensata al venture, se si vuole, passa per **veicoli molto diversificati** (fondi di fondi, programmi istituzionali, quote piccole dentro strategie multi-asset private), con aspettative da comparto satellite, non da motore. L'investimento diretto in startup (i club deal, il crowdfunding, la società del conoscente) appartiene a un'altra categoria dello spirito: può avere senso come capitale di prossimità o passione imprenditoriale, con denaro che ci si può permettere di perdere per intero; non è, per un patrimonio ordinato, una classe di investimento. E le due categorie non vanno mai confuse sullo stesso conto.

DA RICORDARE

- Il venture compra opzionalità su imprese giovani: esiti binari, per anni senza flussi. La natura dell'attivo è la sua matematica.
- Legge di potenza: metà del paniere rende poco o nulla, una o due partecipazioni fanno l'intero fondo. La diversificazione ampia non è opzionale.
- La media di categoria è la media tra Achille e mille tartarughe: senza i fondi d'élite, il profilo cambia mestiere.
- L'accesso è quasi tutto: i fondi migliori raccolgono su invito, e ciò che resta raramente ripaga rischio e illiquidità.
- Per il privato: solo veicoli molto diversificati, in dose da satellite. Il direct nelle startup è capitale di passione, non una classe di investimento.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

07 Prestare, **senza la banca.**

Prestare alle imprese al posto delle banche: il private debt è la famiglia cresciuta più in fretta nell'ultimo decennio, e quella che più spesso viene proposta ai risparmiatori come «obbligazione che rende di più». Questo capitolo spiega il mestiere, i suoi numeri e la differenza, sostanziale, con il reddito fisso della seconda guida di questa collana.

7.1 Il mestiere: il credito fuori dalle banche

Il **private debt** presta denaro alle imprese attraverso fondi, fuori dai due canali classici: la banca e il mercato obbligazionario. La forma dominante è il **direct lending**: il fondo negozia e concede direttamente un finanziamento a un'azienda media, spesso a supporto di un'operazione di private equity, con contratti su misura, garanzie negoziate e **tasso variabile**, di norma un margine sopra i tassi di mercato. Attorno, le varianti: il **mezzanino** (debito subordinato con extra rendimento), il credito **opportunistico e distressed** (comprare o ristrutturare crediti in difficoltà), i finanziamenti garantiti da attivi.

La famiglia è esplosa dopo il 2008 (la regolamentazione ha spinto le banche fuori da una parte del mercato, e i fondi hanno occupato lo spazio) fino a superare i millecinquecento miliardi di dollari gestiti. Il decennio dei tassi risaliti l'ha resa la proposta commerciale perfetta: rendimenti lordi a alta singola cifra, flussi cedolari, volatilità contabile minima. Tutto vero; ognuna di queste tre virtù merita però la sua postilla, ed è la prossima sezione.



FIGURA 12 Il direct lending — Schema illustrativo

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

7.2 Le tre postille alle tre virtù

Il rendimento è alto perché il rischio c'è. Le imprese finanziate dal direct lending sono tipicamente medie, con leva significativa, spesso possedute da fondi di private equity che ottimizzano ogni variabile, margini inclusi. Il premio sul credito quotato paga tre cose reali: l'illiquidità, la minore trasparenza, e un rischio di credito concentrato che nei cicli avversi presenta il conto: le perdite su crediti, quasi invisibili negli anni buoni, arrivano a ondate.

I flussi sono cedolari ma non garantiti. Il tasso variabile protegge dal rischio tassi (la lezione della guida obbligazioni resta valida), ma trasferisce lo stress sulle aziende: tassi più alti significano rate più pesanti per debitori già carichi. Il sollievo del creditore e la fatica del debitore sono la stessa moneta, girata.

La volatilità bassa è quella del capitolo 4. I prestiti privati non hanno prezzo di mercato: sono valutati, con tutto lo smoothing del caso. Il credito quotato equivalente (high yield, leveraged loan) nei momenti di stress perde il 10-20 per cento sotto gli occhi di tutti; il direct lending, negli stessi momenti, «non si muove», finché le perdite realizzate non arrivano in bilancio. La serenità dell'estratto conto non è un'informazione sul rischio: è un'informazione sulla frequenza delle fotografie.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Il private debt sta all'obbligazione quotata come il prestito al cognato sta al BTP: rende di più, non lo vedi mai oscillare, e queste due proprietà hanno la stessa origine. Nessun mercato te lo prezza, e nessun mercato te lo ricompra.

7.3 Il posto giusto in un portafoglio privato

Detto tutto questo, il private debt è, tra le quattro famiglie, quella che più spesso ha senso come **primo passo** nei mercati privati per un investitore adeguato: la J-curve è corta (i prestiti pagano interessi da subito), i flussi distribuiti arrivano presto, la dispersione tra gestori, pur rilevante, è meno abissale che nell'equity, e il mestiere si capisce: è credito, con le categorie della seconda guida di questa collana.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Le condizioni d'ingaggio ricalcano quelle della classe: gestori con storia attraversata da almeno un ciclo di perdite (chi ha iniziato nel 2015 non ha mai visto pioggia vera), diversificazione ampia per numero di prestiti e settori, seniority chiara nei portafogli (quanto è davvero garantito di primo grado?), e la consapevolezza fiscale che il capitolo 12 preciserà. Soprattutto, la collocazione onesta: il private debt **integra** il reddito fisso di un portafoglio, non lo sostituisce. La parte del patrimonio che deve essere liquida e certa resta ai titoli della seconda guida; qui abita solo la parte che può impegnarsi anni in cambio di un premio.

DA RICORDARE

- Direct lending: prestiti negoziati direttamente a imprese medie, tasso variabile, spesso a supporto di operazioni di private equity.
- Tre virtù con tre postille: il rendimento paga rischi reali; i flussi non sono garantiti; la volatilità bassa è smoothing, non sicurezza.
- Le perdite su crediti arrivano a ondate: contano i gestori che hanno già attraversato un ciclo cattivo.
- Tra le famiglie è il primo passo più ragionevole: J-curve corta, flussi presto, mestiere comprensibile.
- Integra il reddito fisso, non lo sostituisce: la parte liquida e certa del patrimonio resta alle obbligazioni.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

08 Le ossature **dell'economia.**

Autostrade, reti, data center, capannoni, energia: gli attivi reali sono la famiglia più concreta dei mercati privati, beni fisici che producono flussi di lungo periodo, spesso agganciati all'inflazione. Questo capitolo li percorre per profili di rischio, dal core che somiglia a un'obbligazione all'opportunistico che somiglia a un cantiere.

8.1 Infrastrutture: i flussi delle cose essenziali

I fondi di **infrastrutture** possiedono le ossature dell'economia: reti di trasporto ed energia, acquedotti, torri di telecomunicazione, data center, impianti rinnovabili. La tesi d'investimento è la natura dei ricavi: **servizi essenziali, domanda stabile, contratti lunghi** (concessioni, tariffe regolate, accordi di fornitura decennali), spesso con **indicizzazione all'inflazione** scritta nei contratti. È la famiglia che più si avvicina all'idea di «cedola reale di lungo periodo», ed è il motivo del suo posto crescente nei portafogli istituzionali e previdenziali.

I rischi hanno nomi propri: **regolatorio e politico** (le tariffe le fissa un'autorità, le concessioni le rinnova uno Stato), **leva** (gli attivi stabili invitano a caricarne molta, e i tassi risaliti l'hanno ricordato), **tecnologico** per alcune categorie. E la gamma interna è ampia: un aeroporto regolato e una piattaforma di ricarica elettrica in costruzione stanno nella stessa brochure ma non nello stesso mondo di rischio. Vale la classificazione della prossima sezione.

8.2 Immobiliare: dal reddito al progetto

L'**immobiliare privato** (attraverso fondi, non mattoni diretti) copre uffici, logistica, residenziale in affitto, hotel, commercio. L'industria classifica le strategie lungo una scala che vale per tutti gli attivi reali e che l'investitore dovrebbe pretendere in ogni scheda prodotto:

- **Core**: immobili di qualità, affittati, in posizioni primarie; il rendimento è soprattutto **reddito corrente**, la leva è contenuta. Il profilo più vicino a un'obbligazione lunga, sensibilità ai tassi inclusa.
- **Value-add**: immobili da migliorare (ristrutturare, riaffittare, riposizionare); rendimento misto tra reddito e rivalutazione, leva media, esecuzione decisiva.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

- **Opportunistic**: sviluppo, riconversioni, situazioni speciali; il rendimento è quasi tutto **capital gain sperato**, la leva è alta, il profilo è da private equity con l'elmetto.

Il decennio recente ha impartito la lezione di ciclo: i tassi risaliti hanno ripricato l'intera classe (gli uffici, colpiti anche dal lavoro remoto, in modo brutale), e i fondi semiliquidi immobiliari, anche nomi globali, hanno mostrato al pubblico che cosa significano i *gate* del capitolo 2 quando tutti chiedono l'uscita insieme. Chi entra oggi entra a valutazioni ridimensionate: non è un consiglio, è il promemoria che anche negli attivi «da cassettista» il punto del ciclo esiste.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Core, value-add e opportunistic sono la stessa scala del mondo obbligazionario trasferita al mattone: il palazzo affittato alle Poste è il BTP, quello da ristrutturare è il corporate, il terreno edificabile è l'high yield. Stessa merce (il mattone), tre mestieri diversi. La brochure che non dice quale dei tre sta vendendo non sta vendendo: sta confondendo.

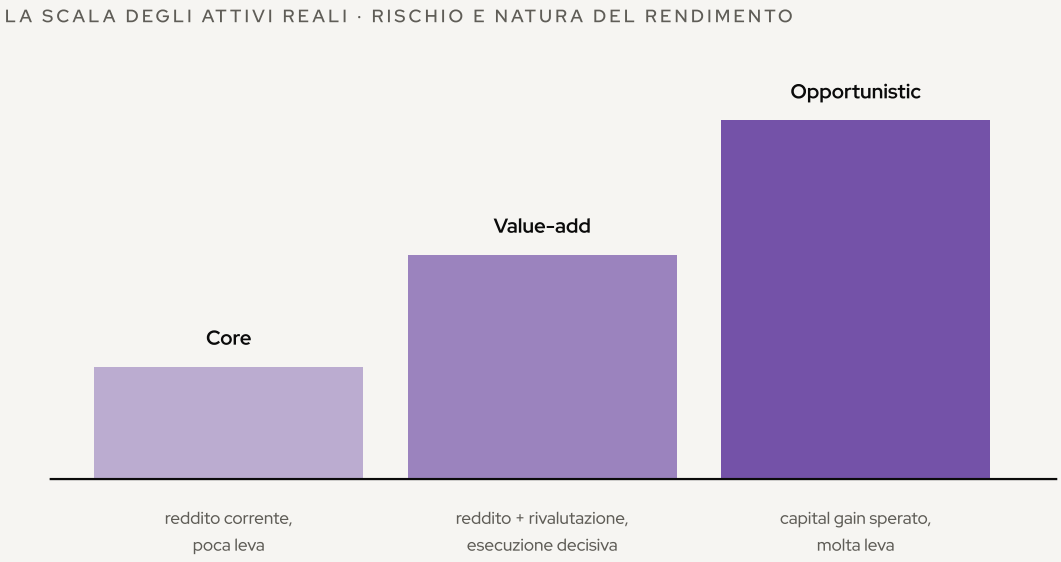


FIGURA 13 Core, value-add, opportunistic — Schema illustrativo

8.3 Il ruolo in portafoglio: la parte «da reddito» dei privati

Nel disegno complessivo di un'allocazione ai mercati privati, gli attivi reali occupano il posto del **reddito e della protezione dall'inflazione**: flussi distribuiti più regolari delle altre famiglie, contratti spesso indicizzati, orizzonti anche più lunghi dei dieci anni canonici (le infrastrutture core vivono su fondi quindicennali o evergreen con più senso che altrove; l'attivo sottostante è, per natura, perpetuo).

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Le avvertenze di famiglia: **i tassi restano il concorrente** (quando il BTP reale rende, il premio delle infrastrutture core si assottiglia, e i prezzi degli attivi lo riflettono con il solito ritardo da NAV); **la leva va letta** nei documenti, perché trasforma il profilo «da cedola» in qualcosa di più nervoso; e **la parola infrastrutture non è un talismano** (dentro i prodotti retail recenti finiscono anche sviluppo greenfield e tecnologie giovani, che della stabilità core hanno solo la sezione di brochure). Come sempre nella collana: si compra la struttura, non l'etichetta.

DA RICORDARE

- Infrastrutture: servizi essenziali, contratti lunghi, spesso indicizzati all'inflazione. Rischi regolatorio, politico e di leva.
- La scala core / value-add / opportunistic vale per tutti gli attivi reali: dal profilo quasi obbligazionario al private equity con l'elmetto. Pretenderla in ogni scheda.
- La lezione del ciclo recente: i tassi riprezzano anche il mattone, e i semiliquidi immobiliari hanno mostrato cosa sono i gate sotto stress.
- In portafoglio sono la parte da reddito dei privati: flussi più regolari e protezione dall'inflazione, su orizzonti anche ultradecennali.
- Quando il BTP reale rende, il premio del core si assottiglia: i tassi restano sempre il concorrente.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM



III

PARTE TERZA · CAPITOLI 9–13

L'uso **consapevole.**

Le porte d'accesso e la loro selezione avversa, la torre dei costi, le regole d'ingaggio del programma. E il capitolo fiscale, con l'esenzione che premia la pazienza. Chiude il glossario.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

09 Le porte si sono aperte.

Per decenni i mercati privati sono stati un club per istituzioni e grandi patrimoni; oggi le porte si sono moltiplicate: ELTIF, fondi semiliquidi, soglie abbassate, reti che propongono. Questo capitolo mappa le porte davvero disponibili in Italia, con i requisiti di ciascuna e la domanda che va fatta a ogni soglia: chi entra da qui, che cosa trova davvero dall'altra parte?

9.1 Le porte istituzionali: FIA riservati e soglie

La porta storica sono i **FIA riservati**: i fondi alternativi destinati a investitori professionali. Il risparmiatore privato non professionale può accedervi, in Italia, a tre condizioni alternative fissate dalla normativa: l'investimento minimo di **500.000 euro**; oppure, grazie a un allentamento introdotto nel 2022, un ingresso da **100.000 euro**, purché avvenga **nell'ambito di una consulenza** e non porti il totale investito in FIA riservati oltre il **10 per cento del proprio portafoglio finanziario**; oppure, sempre da 100.000 euro, **tramite un gestore di portafogli** che investe per conto del cliente. È la via con cui i patrimoni importanti raggiungono i fondi istituzionali veri e propri, feeder compresi.

Le soglie non sono burocrazia cieca: incorporano un giudizio sulla natura di questi strumenti (impegni pluriennali, richiami vincolanti, nessuna tutela da prodotto retail) e una regola di buon senso che vale anche per chi le supera con agio: il vincolo del 10 per cento è una **indicazione di taglia** ragionevole per la gran parte dei patrimoni privati, non un ostacolo da aggirare. Chi vi accede lo faccia con la consulenza vera che la norma presuppone: la selezione del capitolo 5 non si improvvisa alla soglia dei centomila euro.

9.2 L'ELTIF: il passaporto europeo per il retail

La porta pensata apposta per il pubblico è l'**ELTIF**, *European Long-Term Investment Fund*, il contenitore europeo per investimenti di lungo periodo (aziende non quotate, credito, infrastrutture) collocabile anche ai non professionali. La prima versione, del 2015, era rimasta lettera quasi morta per rigidità; la riforma nota come **ELTIF 2.0**, in applicazione dal gennaio 2024, l'ha rilanciata: **rimosse le vecchie soglie d'ingresso** (i 10.000 euro minimi e il tetto del 10 per cento per i patrimoni sotto i 500.000), ampliati gli attivi ammissibili, aperta la strada a strutture **semiliquide** con finestre di rimborso. Al posto delle soglie, presidi MiFID: il collocatore deve valutare l'adeguatezza dell'investimento (orizzonte, conoscenza, capacità di sopportare l'illiquidità).

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il risultato è un mercato in piena fioritura, anche in Italia: ELTIF di private equity, di direct lending, di infrastrutture, di secondari; molti in formato evergreen con gate trimestrali, collocati dalle reti con minimi da poche decine di migliaia di euro o meno. È un progresso genuino: struttura regolamentata europea, trasparenza da prodotto retail, accesso vero a strategie prima irraggiungibili. Con l'avvertenza che attraversa tutta questa parte della guida: **il contenitore è buono; il contenuto e i costi vanno letti caso per caso**, e il capitolo 10 mostrerà che proprio nei prodotti retail i costi raggiungono i massimi della categoria.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> L'ELTIF sta ai mercati privati come il traghetto di linea sta all'isola che prima si raggiungeva solo in barca privata: rotta regolamentata, biglietto accessibile, orari scritti. Resta un'isola: chi sbarca deve sapere che la nave del ritorno passa poche volte, e nei giorni di tempesta resta in porto.



FIGURA 14 Le porte d'accesso in Italia — Quadro normativo a settembre 2026

9.3 La selezione avversa: la domanda scomoda sull'offerta retail

Prima di scegliere la porta, una domanda che le brochure non fanno: **quali strategie arrivano fino al pubblico retail?** I fondi d'élite dei capitoli 5 e 6 si riempiono su invito tra istituzioni: non hanno bisogno del risparmio delle famiglie, né della fatica distributiva che comporta. Ciò che viene confezionato per il retail è, strutturalmente, l'offerta di chi **cerca** capitale: gestori in espansione commerciale, strategie a grande capienza, prodotti costruiti dalle reti per essere collocati. Non è necessariamente cattiva offerta; è offerta **selezionata dal bisogno di raccogliere**, non dall'eccellenza, e la dispersione della classe fa il resto.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Le difese esistono. Preferire i segmenti dove la selezione avversa morde meno: i **secondari** (comprano portafogli a sconto, capitolo 4), il **direct lending** di gestori grandi e ciclati (capitolo 7), le **infrastrutture core** di operatori storici; mestieri a capienza larga dove anche l'offerta commerciale può essere solida. Guardare chi c'è dietro: il gestore che colloca al retail la stessa strategia che vende alle istituzioni, alle stesse condizioni economiche, merita più fiducia del prodotto nato solo per lo sportello. E pesare l'intermediario: la banca che propone l'ELTIF della propria casa prodotto sta facendo distribuzione, non selezione. La differenza tra chi consiglia e chi colloca, filo rosso di questa collana, nei mercati privati vale doppio.

DA RICORDARE

- FIA riservati: 500.000 euro, oppure 100.000 in consulenza e col tetto del 10% del portafoglio, soglia che è anche una saggia indicazione di taglia.
- ELTIF 2.0 (dal 2024): niente più soglie, attivi ampliati, formati semiliquidi; al loro posto, il test di adeguatezza MiFID. Contenitore buono, contenuti da leggere.
- La domanda scomoda: i fondi d'élite non hanno bisogno del retail. L'offerta che arriva allo sportello è selezionata dal bisogno di raccogliere.
- Dove la selezione avversa morde meno: secondari, direct lending ciclato, infrastrutture core di operatori storici.
- Chi consiglia non è chi colloca: nei mercati privati la differenza vale doppio.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

10 Due e venti, **più il resto.**

Due e venti: la formula tariffaria più famosa della finanza vive qui. Questo capitolo la smonta (commissione di gestione, carried interest, hurdle) e poi somma gli strati che il prodotto retail aggiunge sopra: perché nei mercati privati il divario tra rendimento lordo e netto è il più largo dell'intero risparmio gestito, e va misurato prima di firmare.

10.1 Il due: la commissione di gestione

Il primo numero della formula è la **commissione di gestione**: tradizionalmente attorno al **2 per cento annuo** (oggi più spesso 1,5-2 nel private equity, meno nel debito), pagata al gestore per il mestiere. Trovare, analizzare, governare, vendere. Due particolarità la distinguono dal TER di un fondo qualsiasi. La prima: nei fondi chiusi classici, durante il periodo di investimento si calcola spesso **sull'intero commitment**, non sul capitale effettivamente investito. Nei primi anni, quando è al lavoro magari un terzo dell'impegno, l'incidenza sul capitale investito è multipla del titolo nominale (ed è una causa importante della parte bassa della curva a J).

La seconda: la gestione **non è l'unico costo fisso**. I documenti elencano (legittimamente) spese di costituzione, amministrazione, revisione, consulenze sulle operazioni, talvolta commissioni pagate dalle aziende in portafoglio al gestore stesso. La voce che riassume tutto è il **TER complessivo** pubblicato nei documenti d'offerta (per gli ELTIF, nel KID): sui prodotti retail della categoria si leggono con frequenza totali annui del **2,5-4 per cento**, numeri da tenere davanti quando si valuta il rendimento atteso.

10.2 Il venti: carried interest e hurdle

Il secondo numero è il **carried interest** (il *carry*): il **20 per cento dei profitti** del fondo, riconosciuto al gestore come partecipazione al risultato. Quasi sempre condizionato a un **hurdle** (o rendimento preferenziale): il carry scatta solo dopo che i sottoscrittori hanno ricevuto capitale più un rendimento minimo, tipicamente l'**8 per cento annuo**, con il meccanismo di *catch-up* che, superata la soglia, riporta rapidamente al gestore la sua quota piena.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il carry è la parte difendibile della formula (paga il risultato, non la presenza), ma tre dettagli ne misurano la qualità, e si leggono nel regolamento. **L'hurdle c'è, ed è vero?** Alcuni prodotti recenti lo abbassano o lo eliminano. **Su cosa si calcola?** Sull'intero fondo (*whole fund*: il gestore incassa solo a risultato complessivo acquisito) o *deal by deal* (incassa sulle operazioni buone anche se le cattive poi mangiano il totale; per il sottoscrittore, molto peggio). **C'è il clawback?** La clausola che obbliga a restituire carry incassato in eccesso se il finale delude. Tre domande tecniche che distinguono i contratti seri, e che nessuna brochure anticipa.

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Il due e venti è il ristorante col coperto e il conto sul pescato: il coperto (2%) si paga comunque, anche ad acquario vuoto; il 20% si paga sul pesce effettivamente servito, ma solo nei ristoranti onesti il conteggio parte dopo che il cliente ha mangiato almeno l'antipasto promesso (l'hurdle), e sul menù intero, non sul singolo piatto riuscito.

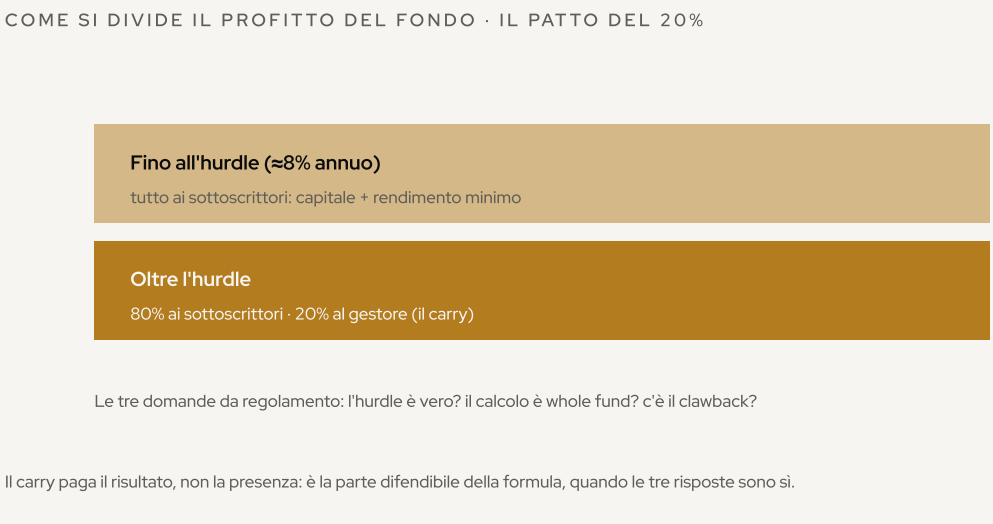


FIGURA 15 Come si divide il profitto — Schema illustrativo

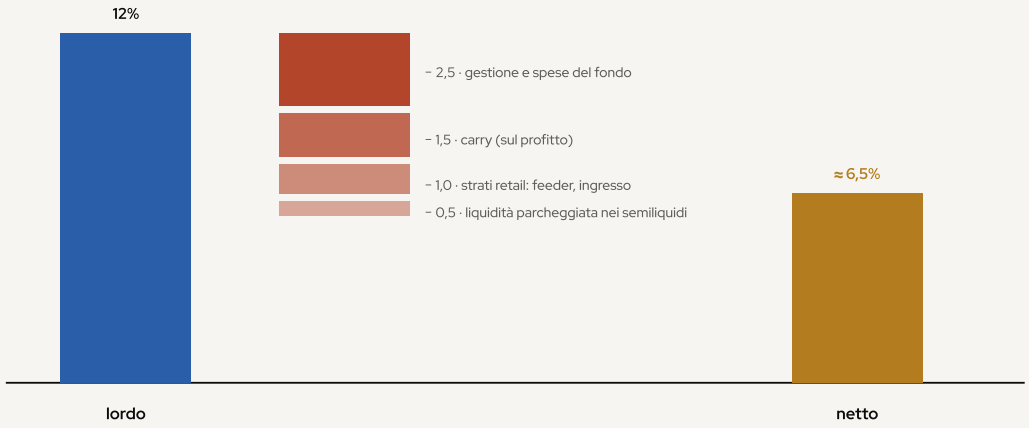
10.3 Gli strati del retail: la torre delle commissioni

Fin qui il fondo. Il prodotto che arriva al risparmiatore aggiunge spesso **strati**: il fondo di fondi o il feeder mette la propria gestione (0,5-1 per cento e talvolta un carry aggiuntivo) sopra quella dei fondi sottostanti; il collocamento carica commissioni d'ingresso (1-3 per cento non è raro); le strutture semiliquide pagano la macchina della liquidità (NAV mensili, gate, cuscini di cassa che diluiscono il rendimento senza comparire come costo).

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Il conto va quindi fatto **a torre completa**, dal rendimento lordo delle operazioni fino al netto in tasca. Un esercizio realistico su un prodotto retail a più strati: rendimento lordo delle operazioni sottostanti 12; meno 5 di costi cumulati ai vari piani (gestione e spese, carry, strati retail); meno mezzo punto di liquidità parcheggiata: al sottoscrittore arriva un 6,5, dignitoso, ma da confrontare con ciò che un semplice portafoglio quotato ha reso nello stesso decennio, senza vincoli. È il confronto, non lo scandalo: i costi dei privati **pagano un mestiere vero**; il punto è che a torre troppo alta il premio di illiquidità cambia proprietario, dal sottoscrittore alla filiera. La regola pratica di questa collana, qui più che mai: **prima di ogni firma, ricostruire per iscritto la torre dei costi totali annui**, e rifiutare i prodotti dove non si riesce.

DAL LORDO DELLE OPERAZIONI AL NETTO IN TASCA · PRODOTTO RETAIL A PIÙ STRATI, ESEMPIO



Numeri d'esempio, da rifare per iscritto su ogni prodotto: a torre troppo alta, il premio di illiquidità cambia proprietario.

FIGURA 16 La torre dei costi — Esempio ipotetico a fini illustrativi

DA RICORDARE

- Il «2»: gestione 1,5-2 per cento (spesso sull'intero commitment nei primi anni) più spese accessorie: sui prodotti retail il totale annuo arriva a 2,5-4.
- Il «20»: carry sul profitto, difendibile se l'hurdle è vero, il calcolo è whole fund e c'è il clawback. Tre domande da regolamento, non da brochure.
- Il retail aggiunge strati: fondi di fondi, feeder, ingresso, macchina della liquidità. Il conto si fa a torre completa.
- A torre troppo alta il premio di illiquidità cambia proprietario: dal sottoscrittore alla filiera.
- Regola di firma: ricostruire per iscritto i costi totali annui. Se non si riesce, il prodotto si è già giudicato da solo.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

11 Un programma, **non un prodotto.**

L'illiquidità che non perdona, la selezione che decide quasi tutto, le annate che contano come per il vino: i rischi dei mercati privati hanno forme proprie, e proprie sono anche le difese. Questo capitolo chiude con le regole d'ingaggio: quanto, come, in quanti anni. Il mestiere di costruire un programma invece di comprare un prodotto.

11.1 L'illiquidità, presa sul serio

Il rischio fondante è quello annunciato dal primo capitolo: **il capitale non torna quando serve, torna quando può**. Nei fondi chiusi l'orizzonte vero, tra richiami e code, supera facilmente i dieci anni; nei semiliquidi l'uscita è promessa «condizioni permettendo», e le cronache recenti (dai fondi immobiliari globali con i gate attivati per trimestri) hanno mostrato che le condizioni smettono di permettere esattamente quando tutti chiedono l'uscita.

Prenderla sul serio significa tre cose. **Dimensionare sul patrimonio, non sull'entusiasmo**: nei privati va solo la parte che, in nessuno scenario di vita ragionevole (casa, impresa, salute, divorzi, successioni) servirà nel decennio. **Non contare i frutti prima**: le distribuzioni sono stime, non scadenze; un piano familiare che ha bisogno di quei flussi a date certe è un piano sbagliato. **Ricordare il secondario**: l'uscita d'emergenza esiste (capitolo 4), a sconto. È l'assicurazione di ultima istanza, non una strategia.

11.2 Selezione e annate: i due moltiplicatori

Due variabili moltiplicano, in bene e in male, tutto il resto. La prima è la **selezione del gestore**, il tema dei capitoli 5 e 6: con dispersioni di dieci e più punti l'anno tra quartili, la scelta del fondo è l'investimento. Per il privato, la traduzione onesta: o si accede a selezione professionale vera (consulenti indipendenti attrezzati, programmi istituzionali, fondi di fondi di qualità) o si resta nei segmenti dove la dispersione è minore e l'offerta commerciale può bastare (debito, secondari, infrastrutture core). L'illusione da evitare è la terza via: scegliere da soli, dal divano, il fondo di buyout giusto.

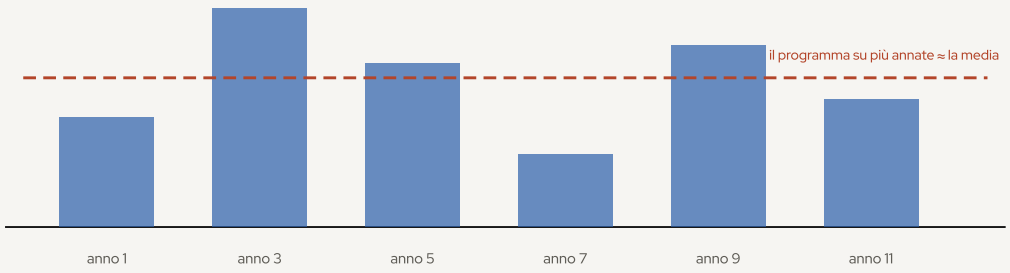
La seconda variabile è l'**annata** (il *vintage*): i fondi che investono negli anni di prezzi alti e capitale abbondante raccolgono raccolti magri, quelli che investono dopo le correzioni raccolgono i migliori; e nessuno sa in anticipo quale annata sta firmando. La difesa non è prevedere: è **diversificare nel tempo**. Impegnare il capitale in più fondi lungo più anni, sistematicamente, così che le annate buone e

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

cattive si medino. È il cuore della prossima sezione, ed è la differenza tra chi costruisce un programma e chi compra il prodotto dell'anno (di solito, per la statistica dei flussi commerciali, proprio nell'annata sbagliata).

> IN PAROLE SEMPLICI
>
> Le annate dei fondi funzionano come quelle del vino, con una differenza crudele: il vignaiolo sa com'è andata la stagione quando vendemmia; il sottoscrittore firma prima di conoscere il clima dei cinque anni in cui il suo fondo comprerà. L'unico rimedio è comprare più annate: nessuna cantina seria ha in cave una sola stagione.

LE ANNATE NON SI SCELGONO: SI MEDIANO · RENDIMENTO PER ANNO DI AVVIO, ESEMPIO ILLUSTRATIVO



Si firma prima di conoscere il clima dei cinque anni in cui il fondo comprerà: l'unica difesa è impegnare, sistematicamente, su più annate.

FIGURA 17 Le annate si mediano — Esempio illustrativo

11.3 Le regole d'ingaggio: il programma, non il prodotto

Chiudiamo la parte con le regole operative, nella tradizione della collana.

- **La taglia**: per la generalità dei patrimoni privati adeguati, un'allocazione ai mercati privati sensata vive tra il 5 e il 15 per cento del portafoglio finanziario (il tetto normativo del 10 per i FIA riservati è un buon ancoraggio) e si raggiunge **gradualmente**, in anni, mai in una firma.
- **Il programma**: più veicoli, più famiglie (debito e reali per i flussi, equity per la crescita), più annate. Chi non può permettersi il programma, per capitale o per pazienza, è più servito da un buon portafoglio quotato che da un solo fondo privato.
- **La liquidità a fianco**: commitment non richiamati parcheggiati in strumenti sicuri, e un patrimonio quotato attorno abbastanza profondo da assorbire ogni imprevisto senza toccare i privati.
- **Le domande da fare per iscritto**: track record verificabile con PME e DPI, non solo IRR; scomposizione del rendimento (capitolo 5); torre dei costi completa (capitolo 10); termini di carry e

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

clawback; per i semiliquidi, le regole esatte dei gate.

- **Il registro**: impegni, richiami attesi, distribuzioni, scadenze. I privati si amministrano, non si dimenticano.

E la regola zero, filo dell'intera collana: ogni ingresso nei mercati privati deve **vincere un confronto scritto con l'alternativa quotata** (l'ETF azionario globale, il portafoglio obbligazionario) su orizzonte, costi e scenari. Se il confronto non è stato fatto, non è un investimento: è una firma.

DA RICORDARE

- L'illiquidità va presa alla lettera: nei privati solo capitale che in nessuno scenario di vita servirà nel decennio. Le distribuzioni sono stime, non scadenze.
- La selezione è l'investimento: senza accesso a selezione professionale, restare nei segmenti a dispersione minore.
- Le annate contano come per il vino, ma si firmano al buio: la difesa è impegnare su più vintage, sistematicamente.
- Taglia 5-15 per cento raggiunta in anni; programma su più famiglie e veicoli; liquidità solida a fianco; registro amministrato.
- Regola zero: ogni ingresso vince un confronto scritto con l'alternativa quotata; o non è un investimento, è una firma.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

12 Il conto **col fisco.**

Un'aliquota ordinaria con la solita asimmetria, un'agevolazione (i PIR alternativi) capace di azzerarla del tutto, e un intreccio col passaggio generazionale che un investimento decennale non può ignorare. Il capitolo fiscale di questa guida ha meno labirinti dei certificati e un premio più grande in palio: l'esenzione piena, per chi rispetta le regole della pazienza.

12.1 La regola base: il cassetto dei fondi

Per il fisco italiano l'investitore nei mercati privati possiede, di norma, **quote di fondi** (OICR: FIA, ELTIF): la tassazione segue quindi le regole dei fondi, già incontrate dai lettori della guida ETP. I **proventi** (le distribuzioni percepite e la plusvalenza realizzata al rimborso o alla cessione delle quote) sono **redditi di capitale**, tassati al **26 per cento**; nel regime amministrato l'intermediario applica la ritenuta e non transita nulla in dichiarazione.

Torna anche la vecchia conoscenza: l'**asimmetria**. Le eventuali **minusvalenze** realizzate sulle quote sono **redditi diversi** (alimentano lo zainetto fiscale, compensabile nei quattro anni con plusvalenze da azioni, obbligazioni o certificati), mentre i guadagni, essendo redditi di capitale, **non possono attingere** allo zainetto. Chi ha letto la guida certificati riconosce il disegno complessivo: le perdite dei fondi caricano un credito che solo altri strumenti possono spendere. Nota di perimetro: chi investe tramite veicoli diversi dai fondi (club deal in società, partecipazioni dirette) esce da queste regole ed entra in quelle dei redditi da partecipazione: un altro mondo, da affrontare col fiscalista, mai per approssimazione.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

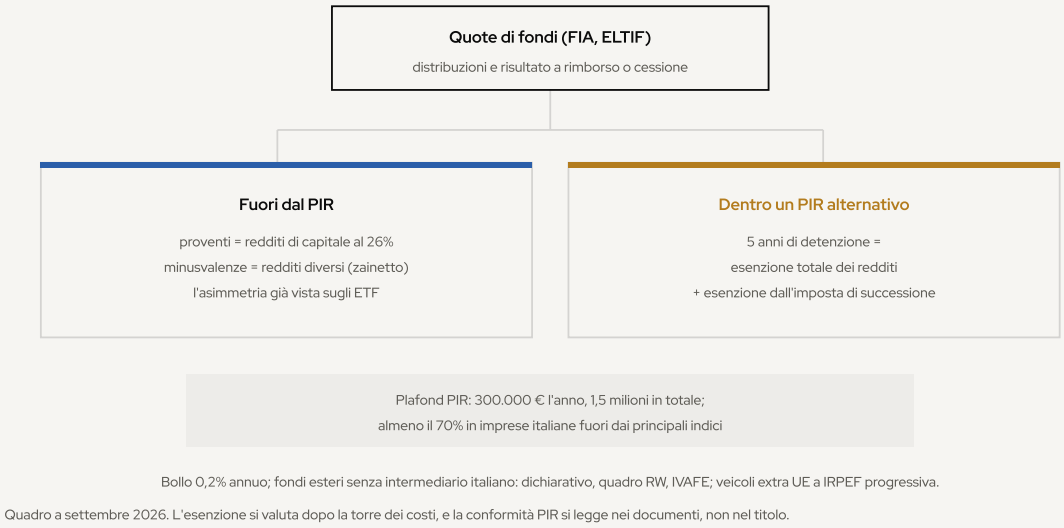


FIGURA 18 Il percorso fiscale dei mercati privati — Quadro normativo a settembre 2026

12.2 PIR alternativi: la pazienza che azzera l'imposta

Qui abita il vantaggio fiscale più potente, e più ignorato, dell'intero panorama del risparmio italiano. Il **PIR alternativo**, introdotto nel 2020, è un contenitore fiscale pensato proprio per i mercati privati: può ospitare quote di FIA, ELTIF, private debt ed equity, purché il portafoglio rispetti i requisiti di legge; in sintesi, almeno il **70 per cento investito in strumenti di imprese italiane non appartenenti ai principali indici di borsa**, con limiti di concentrazione per singolo emittente.

Il patto fiscale è semplice e radicale: mantenendo ciascun investimento per **almeno cinque anni**, tutti i suoi redditi (di capitale e diversi) sono **completamente esenti** da imposta; e gli strumenti nel PIR sono **esenti dall'imposta di successione**. I plafond sono da patrimoni veri: fino a **300.000 euro l'anno**, per un massimo di **1,5 milioni complessivi** per persona. Su un investimento che renda, poniamo, il 7 per cento annuo per dieci anni, l'esenzione vale più di venti punti percentuali di montante finale: non un'ottimizzazione, un cambio di categoria.

Le avvertenze, per tenere i piedi per terra: il beneficio premia ciò che il vincolo del 70 per cento impone (un'esposizione concentrata sull'economia italiana medio-piccola, che è una scelta d'investimento prima che fiscale); molti ELTIF italiani nascono già «PIR alternativi compliant», ma la conformità va verificata nei documenti, non nel titolo; e il conto dell'esenzione va sempre fatto **dopo** la torre dei costi del capitolo 10. Un'agevolazione del 26 per cento su un prodotto che ne costa 4 l'anno arricchisce prima la filiera del sottoscrittore. Il fisco, come sempre nella collana, sceglie tra due buoni investimenti: non salva un cattivo prodotto.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

IN PAROLE SEMPLICI

Il PIR alternativo è una serra fiscale: ciò che vi cresce dentro per almeno cinque anni matura esente da ogni imposta, sui frutti e perfino sul passaggio agli eredi. La serra però detta il clima: dentro si coltivano soprattutto piante italiane. Conviene entrarci per coltivare ciò che si sarebbe piantato comunque, non per amore della serra.

12.3 Il contorno: bollo, estero, regimi

Il contorno amministrativo è quello noto ai lettori della collana, con una complicazione in più per i veicoli esteri. Il **bollo** dello 0,2 per cento annuo si applica alle quote in deposito presso intermediari italiani. Nel **regime amministrato** (la via di gran lunga preferibile anche qui), banca o fiduciaria fanno da sostituto d'imposta su ritenute e adempimenti.

Chi sottoscrive invece **fondi esteri senza intermediario italiano** (il feeder lussemburghese firmato direttamente, il fondo di diritto estero collocato da un private bank fuori confine) entra nel regime dichiarativo con tutto il corredo: **quadro RW** per il monitoraggio, **IVAFE** al posto del bollo, e una distinzione che pesa: il 26 per cento vale solo per i fondi europei, armonizzati o con gestore vigilato in uno Stato UE o SEE; i proventi di un veicolo extra UE o non vigilato (il feeder in Delaware o alle Cayman con cui molti fondi americani raccolgono) concorrono invece al reddito complessivo e pagano l'IRPEF progressiva, fino al 43 per cento. Nulla di proibitivo per chi ha un commercialista attrezzato; un onere sistematicamente sottovalutato da chi firma moduli esteri attratto dal prodotto. La regola pratica: **a parità di strategia, preferire la via che passa da un intermediario italiano**. La semplificazione fiscale vale spesso più di qualche decimale di condizioni.

12.4 Il decennio e la successione: fisco del tempo lungo

Un impegno di dieci-dodici anni attraversa, statisticamente, gli eventi della vita, e la pianificazione deve saperlo **prima** della firma. Le quote di fondi, alla successione, **entrano nell'attivo ereditario** al loro valore e scontano l'imposta secondo franchigie e aliquote ordinarie: nessuna esenzione da titolo di Stato, con l'eccezione, appena vista, degli strumenti dentro un **PIR alternativo**, che passano esenti. Per un patrimonio sopra le franchigie, un secondo motivo (successorio) per usare quel contenitore.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Due questioni pratiche completano il quadro, da regolare nei documenti al momento della sottoscrizione. I **commitment non ancora richiamati**: l'impegno verso il fondo non si estingue con il sottoscrittore, passa agli eredi con la quota; chi pianifica deve sapere che sta trasmettendo anche un'obbligazione, non solo un attivo, e la liquidità per onorarla va prevista nel disegno successorio. Le **intestazioni**: fiduciarie, cointestazioni e veicoli societari cambiano tempi e modi del passaggio, materia da pianificatore, non da modulo di sottoscrizione compilato in fretta. Il capitolo si limita a piantare la bandiera: **un investimento più lungo di un ciclo di vita familiare si progetta insieme alla successione**, o si subisce insieme a lei.

DA RICORDARE

- Quote di fondi: proventi e plusvalenze = redditi di capitale al 26 per cento; minusvalenze = redditi diversi. L'asimmetria degli ETF, di nuovo.
- PIR alternativo: 5 anni di detenzione = esenzione totale (redditi e successione), plafond 300 mila l'anno e 1,5 milioni. Un cambio di categoria, per chi avrebbe comprato comunque quegli attivi.
- La conformità PIR si verifica nei documenti; e l'esenzione si calcola dopo la torre dei costi, mai prima.
- Fondi esteri senza intermediario italiano = dichiarativo, RW, IVAFE; e se il veicolo è extra UE, IRPEF progressiva invece del 26: a parità di strategia, preferire la via italiana.
- Le quote ereditate pagano l'imposta di successione (salvo PIR), e i commitment passano agli eredi: il decennio si progetta insieme alla successione.

Il capitale investito è a rischio: il valore può scendere, così come salire.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

13 Le parole **dei mercati privati.**

Le parole dei mercati privati, in ordine alfabetico e in italiano piano. Più che altrove, qui il gergo è inglese per nascita: ogni voce è tradotta in ciò che significa per il denaro, e per la pazienza, di chi la incontra.

13.1 A–C

Attivi reali (real assets). Infrastrutture, immobiliare, energia: beni fisici con flussi di lungo periodo, spesso indicizzati all'inflazione.

Buyout. Acquisizione del controllo di un'azienda matura, di norma con uso rilevante di debito: il cuore del private equity.

Capital call (richiamo). La richiesta con cui il fondo incassa una tranche del commitment. Vincolante: chi non versa subisce penali severe.

Carried interest (carry). La quota dei profitti, tipicamente il 20 per cento, riconosciuta al gestore, di norma oltre un rendimento minimo (hurdle).

Clawback. La clausola che obbliga il gestore a restituire carry incassato in eccesso se il risultato finale del fondo delude.

Commitment. Il capitale che il sottoscrittore si impegna a versare: viene richiamato a tranche negli anni. Si dimensiona su liquidità certa.

Core / value-add / opportunistic. La scala di rischio degli attivi reali: dal reddito stabile con poca leva al progetto di sviluppo con molta.

13.2 D–F

Direct lending. Prestiti negoziati direttamente dai fondi alle imprese medie, a tasso variabile: la forma principale del private debt.

DPI (distributions to paid-in). Quante volte il capitale versato è già tornato in distribuzioni: la misura fatta di denaro, non di stime.

Dry powder. Il capitale raccolto dai fondi e non ancora investito: in attesa, e in pressione per essere impiegato.

ELTIF. Il contenitore europeo per investimenti di lungo termine collocabile al pubblico; la versione 2.0 (dal 2024) ha eliminato le soglie d'ingresso, sostituite dal test di adeguatezza.

Evergreen (semiliquido). Fondo senza scadenza né richiami: si entra a NAV, si esce nelle finestre periodiche, entro i limiti dei gate.

Feeder. Veicolo che aggrega più sottoscrittori e li porta dentro un fondo maggiore: un tubo d'accesso, con i costi del tubo.

FIA. Fondo di investimento alternativo: la veste giuridica europea dei fondi di mercati privati. I FIA «riservati» richiedono 500.000 euro, o 100.000 in consulenza entro il 10 per cento del portafoglio, o 100.000 tramite gestione di portafogli.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Fondo chiuso. Il veicolo classico: raccolta in finestra unica, capitale richiamato a tranche, distribuzioni quando si vende, durata decennale.

Fondo di fondi. Fondo che investe in altri fondi: diversificazione su gestori e annate, secondo strato di costi.

13.3 G–N

Gate. Il limite ai rimborsi per finestra nei fondi semiliquidi (ad esempio il 5 per cento del patrimonio a trimestre): la clausola che ricorda che semiliquido non significa liquido.

GP (general partner). Il gestore del fondo: seleziona, investe, governa, vende; e co-investe capitale proprio.

Growth equity. Minoranze qualificate in aziende in forte crescita: meno leva e meno controllo del buyout, più traiettoria.

Hurdle (rendimento preferenziale). Il rendimento minimo, tipicamente l'8 per cento annuo, che spetta ai sottoscrittori prima che scatti il carry.

IRR (internal rate of return). Il tasso annuo che equipara versamenti e incassi pesati per le date. Premia la velocità: si legge sempre insieme ai multipli.

J-curve (curva a J). Il profilo del fondo chiuso: valore prima negativo (richiami e costi), poi positivo (rivalutazioni e vendite). Fisiologia, non difetto.

LP (limited partner). Il sottoscrittore: capitale sì, gestione no, responsabilità limitata all'impegno.

NAV. Il valore della quota calcolato periodicamente dal gestore su valutazioni, non su prezzi di mercato: una stima seria, con margini di giudizio.

13.4 P–S

PIR alternativo. Il contenitore fiscale italiano per i mercati privati: con 5 anni di detenzione, esenzione totale dei redditi e dall'imposta di successione; plafond 300.000 euro l'anno, 1,5 milioni in totale; almeno il 70 per cento in imprese italiane fuori dai principali indici.

PME (public market equivalent). Il confronto corretto con la borsa: gli stessi flussi, alle stesse date, investiti nell'indice quotato. Da chiedere sempre.

Private debt. Il credito erogato da fondi fuori dai canali bancari e obbligazionari: direct lending, mezzanino, situazioni speciali.

Private equity. Capitale in aziende non quotate, tipicamente col controllo: buyout e growth.

Richiamo. Vedi capital call.

Secondario (mercato). Dove le quote dei fondi chiusi passano di mano prima della scadenza, di norma a sconto sul NAV: uscita d'emergenza e termometro dei valori veri.

Semiliquido. Vedi evergreen.

Smoothing. La levigatura dei rendimenti prodotta dai NAV periodici su attivi non quotati: volatilità apparente bassa, rischio economico intatto.

Subscription line. La linea di credito con cui il fondo ritarda i richiami: accorcia i flussi dei sottoscrittori e gonfia l'IRR.

13.5 T–Z

TVPI (total value to paid-in). Distribuzioni più valore residuo stimato, rapportati al versato: il quadro completo, metà denaro e metà opinioni.

Venture capital. Capitale alle imprese giovani ad alto potenziale, per round successivi: rendimenti a legge di potenza, dove pochi vincitori pagano per tutti.

Vintage (annata). L'anno di avvio del fondo, che ne definisce il ciclo di investimento: si firma prima di conoscere il clima; per questo si diversifica su più annate.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

Whole fund / deal by deal. I due modi di calcolare il carry: sull'esito complessivo del fondo (giusto) o sulle singole operazioni riuscite (peggio per il sottoscrittore).

DA RICORDARE

- Il gergo è inglese per nascita, ma i concetti sono quattro: impegno, pazienza, selezione, costi.
- Quando una sigla frena, la risposta è qui; quando la risposta non basta, fanno fede regolamento e documenti d'offerta.
- Nessun glossario sostituisce la regola zero: il confronto scritto con l'alternativa quotata, prima di ogni firma.

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

CONGEDO

La pazienza è **solo l'inizio.**

Questa guida finisce qui; le decisioni, no. I mercati privati chiedono ciò che nessun'altra classe di attivo chiede per iscritto, un decennio di fiducia, e lo ripagano solo dentro un disegno: una taglia giusta, un programma su più annate, una selezione all'altezza, il tutto al servizio di un progetto patrimoniale che viene prima di ogni prodotto.

Se leggendo sono emerse domande sulla tua situazione (quanta parte del patrimonio può davvero impegnarsi così a lungo, quali porte hanno senso per te, come si valuta la proposta che hai nel cassetto), è il segnale che la parte più utile del lavoro comincia adesso.

Un colloquio riservato, senza impegno, è il modo più semplice per capirlo insieme. I contatti sono nell'ultima pagina.

Massimiliano Silla

© 2026 · MASSIMILIANOSILLA.COM

AVVERTENZE

Da leggere, **prima di decidere.**

Questa guida ha uno scopo esclusivamente educativo e informativo. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, raccomandazione personalizzata, sollecitazione al pubblico risparmio né offerta di strumenti finanziari. Le decisioni di investimento vanno prese solo dopo una valutazione della propria situazione personale (obiettivi, orizzonte temporale, capacità di sostenere le perdite), se necessario con l'assistenza di un professionista.

Il capitale investito è a rischio. Il valore di qualsiasi investimento può diminuire così come aumentare; la performance passata non è indicativa di quella futura. Gli investimenti nei mercati privati sono illiquidi: il capitale resta vincolato per anni, le distribuzioni non hanno date garantite e l'uscita anticipata, quando possibile, avviene tipicamente a sconto. Non sono adatti alla generalità dei risparmiatori.

I dati e le regole citati sono aggiornati a settembre 2026, salvo diversa indicazione. La normativa, in particolare quella fiscale, cambia nel tempo: prima di ogni decisione conviene verificare che il quadro descritto sia ancora attuale. I dati di mercato provengono da fonti pubbliche e stime di settore ritenute affidabili (McKinsey, Preqin, Invest Europe, documenti normativi), che tuttavia non vengono garantite.

Nessun emittente o prodotto specifico viene raccomandato in questa guida; strutture e clausole sono descritte in forma generica. Gli esempi numerici sono ipotetici e servono solo a illustrare i meccanismi descritti. Le fotografie delle pagine di parte provengono da Wikimedia Commons (licenze CC0 e pubblico dominio).

© 2026 Massimiliano Silla. Tutti i diritti riservati. Testi, grafici e impaginazione di questa guida sono opera dell'autore. Ne è benvenuta la condivisione, purché nella versione integrale e invariata, con l'attribuzione a Massimiliano Silla (massimilianosilla.com). Non sono consentiti la modifica, l'estrazione di parti, la rimozione dei riferimenti all'autore né il riuso commerciale senza autorizzazione scritta: info@massimilianosilla.com.

CONTATTI

Parliamo
del tuo patrimonio.

Roma	Viale dell'Arte 25 00144 Italia	T +39 06 9670 1880
Milano	Via San Raffaele 1 20121 Italia	T +39 02 3035 6801
Torino	Corso Valdocco 2 10128 Italia	T +39 011 089 1164
Ginevra	Place de la Fusterie 12 1204 Svizzera	Sede di rappresentanza Su appuntamento

EMAIL
info@massimilianosilla.com

SITO
massimilianosilla.com

LINKEDIN
in/massimiliano-silla

Un primo colloquio riservato, senza impegno,
per capire da dove partire.

Massimiliano Silla · Consulente Finanziario Indipendente CFP®
Delibera OCF n. 2425 del 19/03/2024 · P.IVA 10577390585