

**LA CASSA DEPOSITI E PRESTITI:  
HOLDING DI PARTECIPAZIONI, BANCA NAZIONALE  
DI PROMOZIONE O OPERATORE DEL  
TURNAROUND INDUSTRIALE?**

di ANDREA PISANESCHI

SOMMARIO: **1.** Premessa. **2.** La prima trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti nel 2003: la società per azioni. **3.** La seconda trasformazione: la Cassa *holding* di partecipazioni. **4.** La terza trasformazione: la banca pubblica di promozione **5.** La quarta trasformazione: la gestione del *turnaround* delle imprese. **6.** Forse è opportuno scegliere.

**1.** La crisi anche economica, innescata dal Covid 19, ha riproposto il tema delle modalità dell'intervento dello Stato dell'economia.

Se non si nega, neppure da parte delle correnti di pensiero più liberiste, la necessità di interventi di supporto in casi di violenta contrazione economica, assai più discusse sono invece le modalità di questo intervento. Da alcune parti politiche si invoca la necessità di "banche pubbliche", figura che in verità non esiste come *species* giuridica e che pertanto non potrebbe essere caratterizzata da alcuna particolarità, né di funzionamento né di regolazione, rispetto a qualunque altro intermediario creditizio. Lo stesso Governatore della Banca d'Italia ha recentemente ricordato come più che una banca pubblica sarebbe necessaria una pubblica amministrazione efficiente e infrastrutture adeguate.<sup>1</sup> Inoltre, la storia delle banche pubbliche italiane, che

---

<sup>1</sup> Cfr. intervento del Governatore Visco al Comitato esecutivo dell'ABI 16 ottobre 2020 secondo il quale " *si discute anche, in questi giorni, della possibilità*

è il caso di ricordare operavano comunque in un mercato protetto, chiuso alla concorrenza e fortemente segmentato, non è stata sempre una storia di successo, consegnando al mercato, in molti casi, istituti deboli ed eccessivamente piegati alle logiche politiche dei territori di appartenenza.

In questo contesto, un ruolo non ancora compiutamente definito è giocato dalla Cassa Depositi e Prestiti, alla quale il legislatore ha in passato attribuito determinate funzioni principalmente per ragioni di bilancio pubblico, e poi come spesso succede, gli ha attribuito funzioni diverse, alcune in linea con la storia dell'istituto, altre non sempre omogenee e coerenti<sup>2</sup>. Anche il legislatore europeo è intervenuto, qualificando la Cassa Depositi e Prestiti italiana, al pari di altri istituti simili francesi tedeschi e spagnoli (altre nazioni hanno poi seguito) come Banche nazionali di promozione, nuova figura giuridica collegata al piano di investimenti per l'Europa 2014-2020. Tali istituti hanno sino ad ora svolto un ruolo marginale, ma è presumibile che potranno diventare attori fondamentali nell'attuazione del programma dell'U.E. c.d. *Next Generation* (o impropriamente *Recovery Found*).

Questi diversi ruoli che può svolgere la Cassa depositi e prestiti sono favoriti, ad un tempo, da una certa ambiguità della natura giuridica -che però ne costituisce anche la forza- e dalle caratteristiche complessive del sistema creditizio, ormai completamente privatizzato.

La Cassa depositi e prestiti è, infatti, una istituzione finanziaria non bancaria, avente natura di organismo pubblico,

---

*che lo Stato intervenga nel sistema bancario assumendo direttamente la proprietà di quegli intermediari che stanno cercando di completare difficili processi di ristrutturazione e rilancio, al fine di creare un "polo bancario pubblico" che contribuisca al supporto dell'economia reale, soprattutto nel Mezzogiorno e nei confronti delle piccole imprese. La questione è complessa. Si può discutere del nesso tra la natura della proprietà e i risultati che si possono ottenere nella conduzione dell'attività di impresa, ma l'esperienza delle gestioni bancarie pubbliche si è non di rado caratterizzata per gravi inefficienze nei processi di allocazioni delle risorse.*

*Non va dimenticato, inoltre, che più del supporto di una grande banca pubblica l'economia italiana beneficerebbe innanzitutto di una pubblica amministrazione efficiente, di infrastrutture adeguate, di investimenti in innovazione e conoscenza".*

<sup>2</sup> Sulla storia della Cassa depositi e prestiti cfr. M. DE CECCO, G. TONIOLO, *Storia della Cassa depositi e prestiti*, Bari, 2013

sottoposta a vigilanza informativa e di riserva obbligatoria da parte della Banca d'Italia (anche se gestisce circa trecento miliardi di euro di risparmio postale) ma non sottoposta alla regolazione speciale degli intermediari creditizi. In particolare, la non sottoposizione alla regolazione prudenziale di vigilanza sui requisiti patrimoniali ha avvantaggiato la Cassa nell'esercizio della sua funzione di *holding* di partecipazioni (dato che esse non sono computate nel patrimonio di vigilanza come invece accade con le banche).

Nel tempo la Cassa ha assunto vari ruoli, e, nella particolare contingenza economica conseguente alla pandemia, viene spesso utilizzata dallo Stato per operazioni c.d. "di sistema" (l'intervento in ASPI dopo il crollo del ponte Morandi, l'acquisto di Borsa Italiana, l'operazione di integrazione tra Metroweb Italia S.p.a. e Enel Open Fiber S.p.a.) e per appoggiarvi strumenti pubblici di rilancio economico (il fondo c.d. Patrimonio Destinato, previsto nel decreto "rilancio").

Come sempre, quando le attività diventano troppo numerose, è opportuno effettuare una scelta che deve essere la più coerente possibile con la storia, le capacità e la missione dell'ente. Inoltre, trattandosi di un ente pubblico che fondamentalmente gestisce il risparmio postale dei cittadini, tale scelta deve essere anche coerente con finalità di interesse pubblico e con il profilo di rischio assunto dal risparmiatore postale. Ricordare pertanto, sia pure brevemente, la evoluzione della Cassa, è necessario per determinare i parametri di riferimento rispetto ai compiti e alle funzioni che il legislatore nazionale ed europeo sta progressivamente attribuendo a questo istituto.

2. Già dall'Unità esisteva in Italia un ente costruito sul modello della *Caisse des dépôts et consignations* francese, denominato Cassa depositi centrale del risparmio postale (successivamente denominato Cassa depositi e prestiti) e istituito come una direzione generale del Ministero del Tesoro secondo il modello dell'impresa pubblica-organo. Nel 1983 la Cassa ha cessato di essere una direzione generale del Ministero del Tesoro, acquisendo poi personalità giuridica ed una propria autonomia ordinamentale, organizzativa, patrimoniale e di bilancio, assumendo poi, nel 1999, la natura giuridica di

“amministrazione dello Stato dotata di propria autonomia ordinamentale, organizzativa e di bilancio”.<sup>3</sup>

Nello svolgimento di questa attività era favorita, rispetto alle banche, per un minor costo della raccolta, che beneficiava da un lato della garanzia statale, e dall’altro lato, ed in conseguenza, di una minor remunerazione del risparmio postale.

La Cassa utilizzava il risparmio postale, raccolto attraverso gli uffici postali, per il finanziamento delle opere pubbliche a livello locale, riuscendo a trasformare scadenze a breve o anche a vista (come il risparmio postale) in prestiti a medio o anche a lungo termine grazie alla garanzia dello Stato. Il costo dei finanziamenti per i prenditori, d’altra parte, poteva essere inferiore al finanziamento bancario, data la minor remunerazione del risparmio postale.

I numeri sono comunque rilevanti: anche non volendo guardare i dati di fine 90 si può dire che a cavallo degli anni 90 (quando esisteva già un articolato sistema di intermediazione creditizia in Italia) le attività dell’ente si attestavano intorno al 20% del PIL del paese e pesavano per oltre i 20% rispetto all’intero sistema bancario.<sup>4</sup> Di fatto, la Cassa ha costituito nello scorso secolo il principale intermediario finanziario del paese, suscitando sia critiche di economisti liberisti che vi vedevano una alterazione sostanziale dell’ordinamento creditizio e la costituzione di un sistema creditizio parallelo per gli enti locali, sia dello stesso sistema creditizio che vi vedeva una distorsione concorrenziale basata su aiuti di Stato attraverso la garanzia pubblica.

Nel 2003 la Cassa fu trasformata da ente pubblico economico in società per azioni.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Cfr. G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa depositi e prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 1999, 1 ss. La giurisprudenza ha poi ricondotto questo ente alla categoria dell’azienda autonoma o dell’agenzia ministeriale. Sul punto M. LOTTINI, *La cassa Depositi e prestiti come agenzia ?*, in *Il Foro Amministrativo*, TAR, 2002, pp 1405 ss. La Corte di Cassazione, con la sentenza n. 1948 del 23 febbraio 1998 a sezioni unite, ha sostenuto poi che la Cassa doveva essere qualificata, ai fini dei rapporti di lavoro, come ente pubblico economico.

<sup>4</sup> Sul ruolo nell’economia della Cassa depositi e prestiti, a parte il volume citato nella nota n. 2 cfr. P. DONGILI, *Uno strumento di politica economica: la Cassa depositi e prestiti*, in *Economia Pubblica*, 1990, 623

<sup>5</sup> Cfr. G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa depositi e prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2004, p 367; F.M. MUCCIARELLI, *Ma*

A questa trasformazione contribuirono varie esigenze.

In primo luogo, la necessità di stimolare la crescita di un paese che cresceva meno delle altre economie sviluppate spingeva verso investimenti pubblici (tema invero non nuovo). Tuttavia, la Cassa depositi e prestiti, in quanto ente pubblico sotto il controllo dello Stato, rientrava nel perimetro del Governo e pertanto una espansione della sua attività avrebbe inciso sul disavanzo di bilancio dello Stato. Inoltre, il risparmio postale era considerato debito pubblico, essendo sostanzialmente un prestito a breve termine allo Stato.

In secondo luogo, v'era la volontà di far partecipare in qualche modo anche i privati al finanziamento delle opere pubbliche.

In terzo luogo, vi era l'esigenza (anche questa sempre presente in Italia) di diminuire l'ammontare del debito pubblico attraverso l'alienazione sia di parte del patrimonio immobiliare dello Stato, sia di parte delle partecipazioni statali di maggior valore, senza tuttavia perderne completamente il controllo, sia infine prevedendo strumenti di raccolta differenti rispetto alla collocazione sul mercato del debito pubblico.<sup>6</sup>

Per trasformare la Cassa Depositi e Prestiti in una vera e propria *Market Unit*, fuori del perimetro delle amministrazioni pubbliche, erano però necessari almeno tre condizioni:

- a) la presenza di soggetti privati nel capitale della nuova società;
- b) una struttura societaria e organizzativa della Cassa che ne consentisse l'omologazione da parte di *Eurostat* come soggetto esterno al bilancio pubblico;
- c) l'autorizzazione della Banca di Italia come intermediario.

Il primo punto fu risolto attraverso l'ingresso delle fondazioni bancarie nel capitale della Cassa attraverso la cessione di un pacchetto di azioni privilegiate (30%), cessione che risultò

---

*cosa è diventata la Cassa depositi e prestiti?* in *Mercato, concorrenza regole*, 2004 n. 2., pag. 362

<sup>6</sup> L'impatto complessivo netto dell'operazione sul debito pubblico venne stimato dalla Banca d'Italia in una riduzione di circa 0,6 miliardi di euro in seguito alla ripartizione tra Stato e Cassa delle attività e passività della Cassa, e in un'ulteriore riduzione di 12 miliardi di euro in seguito alle cessioni delle partecipazioni. Queste ultime, contabilizzate come ricavi da dismissioni, contribuirono anche, per il medesimo importo, alla riduzione del fabbisogno complessivo della PA per circa 1 punto del PIL.

essere particolarmente vantaggiosa in termini di flussi dividendi, anche se all'atto della conversione delle privilegiate in azioni ordinarie, tale pacchetto si trasformò poi nel 18% del capitale.<sup>7</sup>

Come noto le fondazioni bancarie erano enti sorti a seguito della privatizzazione del sistema bancario: per privatizzare quelle banche che avevano una struttura fondazionale, l'azienda bancaria fu conferita in una nuova società per azioni il cui capitale fu attribuito all'ente pubblico conferente. Questi enti, inizialmente pubblici, divennero quindi i titolari dei pacchetti azionari di controllo delle banche e quindi i loro proprietari. Tali soggetti furono poi privatizzati, attraverso una modifica statutaria imposta per legge, denominati fondazioni bancarie, e sospinte da interventi successivi del legislatore a perdere il controllo delle banche. Una sentenza della Corte costituzionale del 2003 (la n. 300), proprio nell'anno della trasformazione della Cassa in S.p.a., ne riconobbe la natura di soggetti privati<sup>8</sup>.

La scelta delle fondazioni bancarie come soci rispondeva, pertanto, alla logica evidente di privilegiare soci privati, per così dire "ibridi", a cavallo tra soggetti formalmente privati ma con una componente storica pubblicistica, che fossero anche investitori di lungo termine; enti *non profit* per i quali l'obiettivo principale è una redditività sostenibile nel medio e lungo periodo.

Attraverso la Cassa depositi e prestiti, tuttavia, le fondazioni bancarie, appena uscite dalle banche o in uscita dalle banche, allo scopo di allontanare la politica dal credito, sono rientrate nel capitale di un ente che è poi stato chiamato a partecipare alle principali operazioni di politica industriale del paese.

---

<sup>7</sup> Indipendentemente dalle questioni strategiche e di possibili conflitti di interesse per le fondazioni che sono ancora nel capitale di banche rilevanti, l'investimento in Cassa depositi e prestiti si è rivelata per questi enti di elevata redditività. Dal 2004 al 2011 hanno incassato in totale 1,04 miliardi di euro di dividendi, recuperando integralmente il capitale apportato nel 2003. Secondo un rapporto di Mediobanca Securities, per le fondazioni la partecipazione nella Cassa ha costituito l'unico investimento realmente remunerativo a fronte di un flusso di dividendi in caduta derivanti dalle partecipazioni bancarie. Per questi dati cfr. S. BATTILOSSI, *La nuova Cassa depositi e prestiti*, in M. DE CECCO, G. TONIOLO, *Storia della Cassa depositi e prestiti, cit.*, 91.

<sup>8</sup> Per una ricostruzione della privatizzazione delle banche pubbliche in Italia, M. CLARICH, A. PISANESCHI, *Le Fondazioni bancarie. Dalla holding creditizia all'ente non profit*, Bologna, 2001.

Il secondo punto fu risolto attraverso la costituzione, all'interno della Cassa, di due gestioni tra loro separate a fini contabili e organizzativi, la c.d. Gestione separata e la c.d. Gestione ordinaria.

La c.d. Gestione separata continua ad utilizzare il risparmio postale per investimenti effettuati dal settore pubblico, gode di rilevanti benefici fiscali, della garanzia dello Stato, è sottoposta a poteri di indirizzo da parte del MEF, alla vigilanza di una apposita commissione parlamentare e della Corte dei Conti. Nella gestione separata ricade anche la gestione delle partecipazioni azionarie; tuttavia, in ragione del peculiare regime che caratterizza la gestione separata, ai fini antitrust le partecipazioni ad essa assegnate sono considerate come detenute direttamente dal MEF e attribuite a Cassa depositi e prestiti a fini meramente amministrativo contabili.<sup>9</sup>

Mentre prima della trasformazione in società per azioni il risparmio postale però era integralmente conteggiato come debito pubblico, in quanto considerato un prestito di soggetti privati ad una istituzione pubblica, a seguito della trasformazione in S.p.a. il risparmio postale è considerato un prestito di soggetti privati ad una istituzione privata, ed è pertanto al di fuori del perimetro di consolidamento del debito pubblico. Il risparmio postale diventa debito pubblico, invece, solo quando la Cassa lo impiega per il finanziamento degli investimenti delle Amministrazioni pubbliche, ovvero quando viene versato nel conto di tesoreria del Ministero dell'Economia (in quanto debito di Amministrazioni Pubbliche verso un soggetto privato). Anche in questo secondo caso, però, il vantaggio per lo Stato è evidente: il risparmio postale diviene un ulteriore fonte di finanziamento del debito statale senza necessità di ricorrere al mercato del debito attraverso emissioni (ciò è particolarmente utile specialmente in periodi di tensioni sugli *spread*).

---

<sup>9</sup> Nella gestione separata si combinano caratteristiche pubblicistiche con elementi privatistici. Il MEF svolge un potere di indirizzo (in relazione alle condizioni della raccolta e degli impieghi e alla gestione delle partecipazioni) e l'allocazione del credito in base al principio della eguaglianza delle opportunità (non solo quindi il merito creditizio). Mentre a livello di *governance* partecipano al CDA sia rappresentanti del Ministero del Tesoro sia delle amministrazioni locali, mentre l'attività è controllata da una Commissione di vigilanza composta da rappresentanti del Parlamento, Consiglio di Stato e Corte dei Conti.

La gestione ordinaria si finanzia invece sul mercato con l'emissione di strumenti finanziari senza la garanzia dello Stato e assunzione di finanziamenti. Ha per oggetto la concessione di finanziamenti per opere, impianti, reti e dotazioni destinate ad iniziative di pubblica utilità, nonché investimenti finalizzati a ricerca, sviluppo, innovazione, tutela e valorizzazione del patrimonio culturale. La gestione ordinaria è finalizzata a permettere la realizzazione delle opere ritenute di interesse pubblico senza gravare direttamente sul debito pubblico e a permettere la partecipazione alle stesse di investitori privati “garantendo un equilibrio tra orizzonte temporale e rischio assunto in base all'investimento”.<sup>10</sup> Evidentemente in questo campo la Cassa opera in concorrenza con le banche e gli altri istituti di credito finanziari.<sup>11</sup>

In relazione al terzo punto nel 2006 la Cassa fu classificata come istituzione finanziaria non bancaria.<sup>12</sup> Più in generale rientra in quella categoria di *National Promotional Banks* collegata a quel “modello dell'economia sociale di mercato fortemente competitiva” introdotto dal Trattato di Lisbona e di cui alla comunicazione della Commissione europea, su cui il paragrafo 5).<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup> Vi è comunque una forte sproporzione tra gestione separata e gestione ordinaria. Da un punto di vista della raccolta il risparmio postale ha continuato a rappresentare oltre il 90% dello stock delle risorse complessive.

<sup>11</sup> In verità non solo in relazione alla gestione ordinaria la Cassa è in concorrenza con il sistema bancario. Nella relazione del Presidente dell'ABI del 2006 si legge a proposito della Cassa: “*Crediamo sia un diritto esigere parità di trattamento ed un campo di gioco livellato... facciamo riferimento all'attività delle Poste e della Cassa depositi e prestiti, entrambe società per azioni, che godono di privilegi non più giustificati dalla loro natura privatistica. Negli ultimi anni Poste ha conquistato oltre 3 milioni di correntisti, più del 105 del totale. Non si è trattato di un successo imprenditoriale, bensì di prezzi che non debbono tenere conto dei vincoli di bilancio*”.

<sup>12</sup> La legge del 2003 ha collocato la Cassa tra gli intermediari finanziari non bancari, assoggettandola alla vigilanza della Banca d'Italia nelle forme previste per gli intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del TUB “*tenendo presenti le caratteristiche del soggetto vigilato*”. Pur non essendo un intermediario creditizio le relazioni annuali della Banca d'Italia considerano le sue attività e passività come parte integrante dell'aggregato bancario.

<sup>13</sup> Spesso si ingenera una qualche confusione tra la banca commerciale pubblica e la figura della banca pubblica di sviluppo. Le due sono assai differenti per funzioni e natura. Anche il Governatore della Banca d'Italia ne ha sottolineato la differenza nell'intervento citato nella nota n.1 “*diversa è la natura, forse più complessa l'attività, di una banca pubblica di sviluppo; l'utilità di muovere in*



E' sottoposta alla vigilanza informativa della Banca d'Italia e alla riserva obbligatoria ma non agli altri vincoli patrimoniali ai quali sono sottoposte le banche. Ciò è stato rilevante per l'assunzione da parte della Cassa Depositi e Prestiti di partecipazioni industriali che se fosse stata qualificata come banca, non avrebbe invece potuto assumere per i vincoli sul patrimonio di vigilanza. Come noto, l'art. 89 del regolamento UE n. 575 del 2013, vieta infatti agli enti creditizi di detenere partecipazioni qualificate in un'impresa al di fuori del settore finanziario e bancario il cui importo superi il 15% salva autorizzazione specifica della banca d'Italia. Inoltre, gli assorbimenti patrimoniali delle partecipazioni non finanziarie sul capitale di vigilanza per le banche sono assai elevati.

Da un punto di vista della natura giuridica, il Consiglio di Stato nel 2007 la ha qualificato, come "organismo di diritto pubblico", qualifica che, nonostante alcune critiche, non sembra eludibile.<sup>14</sup>

3. L'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003 ha consentito alla Cassa di assumere partecipazioni da assegnare alla gestione separata, mentre è parimenti consentito allo Stato trasferire partecipazioni, anche indirette, alla Cassa. La legge e lo Statuto tuttavia prevedono che la Cassa possa investire soltanto in società in condizioni di stabile equilibrio economico finanziario e patrimoniale, con adeguate prospettive di crescita e redditività. Dunque, il salvataggio di aziende in crisi non rientrava, originariamente, tra i fini della Cassa, anche perché in tal caso potrebbe porsi un serio problema di aiuti di Stato.

Su questa base fu ceduto alla Cassa un primo pacchetto di azioni di società privatizzate di cui lo Stato deteneva ancora il controllo (10,35% di Enel; 10% di Eni; 35 % di poste italiane per un corrispettivo di oltre 10 miliardi di euro) che, all'atto del

---

*questa direzione e le modalità su come farlo andrebbero valutate con attenzione".* Sulle funzioni della Cassa nella c.d. economia sociale di mercato, propugnata dal Trattato di Lisbona, F BASSANINI, *La Cassa depositi e prestiti nell'economia sociale di mercato*, in *Astrid*, Rassegna n. 4, 2012.

<sup>14</sup> Cfr. Consiglio di Stato, 7 agosto 2007 VI Sez. n. 550. In senso critico S. SIMIONE, *Cassa depositi e prestiti: organismo di diritto pubblico?* in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008 p 160.

trasferimento consentirono una riduzione del debito pubblico di pari importo.<sup>15</sup>

Questo versante di attività è stato poi legislativamente incrementato: l'art. 7 del dl n. 34 del 2011 ha ulteriormente esteso l'ambito di operatività della Cassa, consentendole di assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale, in termini di strategicità del settore, di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico produttivo del paese, e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività.<sup>16</sup> Tali partecipazioni possono essere acquisite anche attraverso veicoli societari o fondi di investimento partecipati dalla medesima Cassa.<sup>17</sup>

Su questa base è stato quindi costituito, nel 2011, il Fondo strategico italiano (FSI) partecipato dalla Cassa e dalla Banca d'Italia e dotato di capitale iniziale di 4,4 miliardi (mutando poi denominazione nel 2016 in CDP *Equity* Spa, attualmente veicolo di molte operazioni di acquisizione societarie, mentre parallelamente Banca d'Italia recedeva dal capitale). Sempre secondo questa logica la Cassa ha partecipato alla costituzione del Fondo Italiano di Investimento (FII) che si qualifica come fondo di fondi per investimenti nel capitale di società di piccole dimensioni, ed ha partecipato nel 2007 alla costituzione di F2i Fondi italiani per le infrastrutture SGR S.p.a., che ha per oggetto

---

<sup>15</sup> Sulla Cassa holding di partecipazioni cfr. M. GIACHETTI FANTINI, *La "straordinaria mutazione" del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore*, in *Federalismi.it.*, 6, 2018. La cessione delle partecipazioni, oltre a contribuire alla riduzione del debito pubblico fu anche funzionale a garantire elevati flussi di dividendi alle fondazioni bancarie che erano intervenute nel capitale della Cassa

<sup>16</sup> Con Dm 2 luglio 2014 è stata poi definita in maniera più puntuale la nozione di "società di rilevante interesse nazionale". Tale nozione è stata individuata in parte con riferimento a parametri sostanziali, mediante un elenco di settori di operatività considerati strategici, in parte con riferimento al possesso di requisiti dimensionali relativi all'entità del fatturato annuo e al numero di dipendenti, ferma restando la condizione che si tratti di società che abbiano significative prospettive di sviluppo.

<sup>17</sup> Sulla base dell'art. 2 comma 235 della L. n. 191 del 2009 che ha attribuito alla Cassa la facoltà di acquisire e dismettere capitale di rischio e sottoscrivere quote di fondi di investimento per operazioni a sostegno dell'economia

la gestione di fondi di investimento mobiliari chiusi nel settore delle infrastrutture.<sup>18</sup>

Nel campo dell'energia rinnovabile interviene attraverso il Fondo Marguerite, mentre nelle infrastrutture dei paesi della sponda Sud del Mediterraneo attraverso il fondo Inframed.

Non mancano gli interventi nel settore immobiliare: in relazione alla valorizzazione degli immobili la Cassa interviene tramite il Fondo investimenti per la valorizzazione (FIV) e CDP immobiliare Srl; nel *social housing* attraverso il Fondo investimenti per l'abitare (FIA)

Nel 2012 alla Cassa sono state trasferite le altre partecipazioni azionarie detenute dallo Stato in Sace S.p.a., Simest s.p.a e Fintecna S.p.a, per incrementarne anche il respiro internazionale.<sup>19</sup>

Tra i tanti interventi della Cassa non possono infine essere trascurati quelli in materia bancaria: la Cassa partecipa infatti (con un quota di 0,5 miliardi) al fondo Atlante che ha la funzione di sostenere le banche italiane nelle operazioni di cartolarizzazione e di facilitare la gestione dei crediti in sofferenza mediante l'acquisto di crediti deteriorati ed anche (con una quota tra 200 e 250 milioni di euro) al fondo denominato *Italian Recovery Found* attualmente coinvolto nella cartolarizzazione di crediti deteriorati di molte banche italiane.

In conseguenza di queste iniziative, si è inevitabilmente posta la questione della possibilità, per C.D.P., di partecipare alla ristrutturazione e rilancio di aziende in crisi, anche in relazione ad alcune, "storiche", crisi italiane (ILVA, Alitalia). Un intervento diretto di C.D.P in aziende in crisi avrebbe esposto la Cassa alla possibilità di riclassificazione da parte di *Eurostat*, ad un possibile intervento di vigilanza da parte di Banca d'Italia, e anche, affatto da escludersi, ad un rischio di danno erariale.

La soluzione è stata trovata attraverso la partecipazione della Cassa, come socio di capitale, ad un veicolo societario *ad hoc*,

---

<sup>18</sup> La Cassa è azionista di F2i insieme a Intesa San Paolo, Unicredit, Fondazione Cariplo e al fondo di *private equity* Ardian. Cfr. sul tema M GIACHETTI FANTINI, *La straordinaria mutazione*, cit., 45

<sup>19</sup> Cfr. A DONATO, *Il ruolo di holding della Cassa Depositi e Prestiti S.p.a: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2015 n. 2 p 77.

con regole di *governance* che separassero i soci di capitale, investitori istituzionali, dalla gestione degli operatori professionali di *turnaround*.

Su queste basi l'art. 1 della legge n. 33 del 2015 ha stabilito che il Governo promuove la sottoscrizione del capitale di una nuova società per azioni denominata "Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese". Essa ha l'obiettivo di intraprendere iniziative per il rilancio di imprese con sede in Italia, che pur essendo interessate da "temporanei squilibri patrimoniali e finanziari" e necessitando di una "ridefinizione della struttura finanziaria o di adeguata patrimonializzazione o comunque di interventi di ristrutturazione" siano "caratterizzati da adeguate prospettive industriali e di mercato".<sup>20</sup>

Secondo la normativa possono investire in questa società non solo soggetti privati specializzati in operazioni di *turnaround* ma anche investitori istituzionali di lungo termine (enti previdenziali ed appunto la Cassa Depositi e Prestiti).<sup>21</sup> Gli investitori istituzionali di lungo termine possono chiedere di avvalersi di una garanzia apposita concessa dallo Stato e hanno poteri di *governance* ridotti (al fine di non incorrere nel divieto di aiuti di Stato si è poi stabilito che la garanzia non possa superare l'80% del capitale investito; debba essere remunerata con un corrispettivo "orientato al mercato" e sia concessa solo agli investitori soggetti alla vigilanza delle autorità di regolazione di settore). Conseguentemente, nell'anno 2015, la Cassa ha messo a disposizione un miliardo di euro per la partecipazione al capitale di tale società.

**4.** Sempre nel 2015 la Commissione Europea ha approvato una Comunicazione dal titolo "Lavorare insieme per la crescita e l'occupazione: il ruolo delle banche nazionali di promozione a sostegno del piano di investimenti per l'Europa." In questa

---

<sup>20</sup> Cfr. F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa depositi e prestiti*, in *Astrid Rassegna* n. 14, 2015

<sup>21</sup> Il capitale della società è composto da azioni di diverse classi al fine di tenere insieme investitori con profili assai differenti. Gli investitori istituzionali possono godere della garanzia dello Stato ma hanno poteri di *governance* ridotti, mentre gli operatori professionali specializzati hanno poteri decisionali in ordine alla selezione degli interventi di ristrutturazione.

comunicazione la Commissione ha individuato il ruolo e le funzioni delle banche nazionali di promozione, sia in relazione all’attuazione del “piano di investimenti per l’Europa” in coordinamento con la BEI, sia per supplire ai possibili fallimenti del mercato del credito. Ha poi individuato la *KfW* tedesca, la *Caisse des Dépôts et Consignations* francese, la Cassa Depositi e Prestiti italiana, *Instituto de Crédito Oficial* spagnola e la *Green Investment Bank* e la *British Business Bank* del Regno Unito, come principali banche nazionali di promozione (sulla scia di queste anche Portogallo, Irlanda, Grecia e Lettonia hanno istituito recentemente banche nazionali di promozione). L’art. 1 comma 826 della l. n. 208 del 2015 (legge di stabilità 2016), aveva infatti riconosciuto a Cassa Depositi e Prestiti la qualifica di Istituto Nazionale di Promozione.

Per banca nazionale di promozione la Commissione intende “un’entità giuridica che espleta attività finanziarie su base professionale, cui è stato conferito un mandato da uno Stato membro o da un’entità dello Stato membro, a livello centrale, regionale o locale, per svolgere attività di sviluppo o di promozione, conformemente all’art. 2 punto 3 del regolamento relativo al FEIS”.<sup>22</sup>

Mentre tuttavia il ruolo connesso all’attuazione dei piani di investimenti per l’Europa, in cooperazione con la BEI, è chiaramente determinabile (ed un ruolo rilevante sarà certamente svolto nel finanziamento dei progetti attraverso il *Next Generation Plan*), meno evidente risulta il ruolo delle banche nazionali di promozione nel supplire ai “fallimenti del mercato”, anche per le inevitabili ricadute sulla normativa in tema di aiuti di Stato.

Secondo la Commissione esempi tipici di fallimenti del mercato sarebbero i) il razionamento del credito e la domanda di rendimenti elevati; ii) l’insufficienza degli investimenti in settori quali la ricerca e lo sviluppo le infrastrutture, l’istruzione e i

---

<sup>22</sup> Sulla base dell’art. 2 n. 3 del regolamento UE 2015 71017 che attribuisce questa qualifica agli organismi che ricevono da uno Stato membro dell’Unione europea un mandato per svolgere attività di sviluppo e promozione. Cfr. M COLOMBO S. SCREPANTI, *Il ruolo di CDP come Istituto nazionale di promozione. Fondi SIAE e risorse del piano Juncker: potenzialità e sinergie anche per gli investimenti locali*, in IFEL *Fondazioni ANCI, Istituto per la Finanza e l’economia locale, Strumenti finanziari per gli investimenti pubblici nella politica di coesione 2014-2020*, Roma 2016.

progetti ambientali; iii) l'insufficiente offerta di servizi finanziari dovuta alla concentrazione di mercato in esito a fusioni, uscite dai concorrenti o altri ostacoli alla concorrenza effettiva.

Ora, mentre in relazione al punto ii) non è difficile cogliere la coerenza tra le funzioni già svolte da istituzioni quali la C.D.P. in Italia, trattandosi di finanziamenti che da un lato hanno un evidente fine generale e dall'altro lato sono normalmente a lungo termine e, spesso, non ad elevata redditività, più difficile è invece trovare un razionale ai punti primo e terzo.

Il "razionamento" del credito che normalmente si verifica nelle fasi di contrazione economica, è un effetto dell'aumento del rischio, così come la domanda di rendimenti più elevati. Non è necessariamente un fallimento del mercato, quanto invece una conseguenza logica di una crisi economica. Difficile pensare di trasferire questi rischi ad una entità pubblica, che tra l'altro utilizza risparmio privato postale -cioè il risparmio con minor propensione al rischio- in supplenza di un mercato che non accetta più di assumersi quei rischi perché troppo elevati rispetto alla remunerazione offerta.<sup>23</sup> Inoltre sarebbe contrario ai principi in tema di aiuti di Stato l'intervento da parte di un soggetto pubblico laddove un soggetto privato non ritiene di dover intervenire se non ad un costo superiore.<sup>24</sup>

E' poi da ricordare che, comunque, le banche nazionali di promozione debbono operare con una redditività sufficiente, sia pure inferiore al costo del capitale proprio degli operatori privati, e mantenere la necessaria solidità finanziaria, senza apporti di

---

<sup>23</sup> Del resto la comunicazione della Commissione sopracitata pone una serie di vincoli per l'esercizio di funzioni "bancarie" in presenza di fallimenti del mercato: *"per evitare distorsioni del mercato, dovrebbe essere giustificata la necessità dell'intervento delle banche nazionali di promozione di recente istituzione, o di nuove aree di intervento o di nuovi strumenti finanziari con l'ausilio di una valutazione ex ante indipendente del fallimento del mercato che la banca nazionale di promozione è chiamata a risolvere, della sua efficienza ed efficacia relative, dell'interazione di mercato tra i canali di finanziamento esistenti (aia pubblici che privati) e degli strumenti finanziari che devono essere adottati dalla banca nazionale di promozione. Particolare attenzione dovrebbe essere prestata anche alla necessità di razionalizzare le attività, evitando sovrapposizioni con fonti di finanziamento alternative e gestendo interfacce con i regimi di sostegno esistenti."*

<sup>24</sup> L'intero paragrafo 2.3 della Comunicazione, del resto, è dedicato alla compatibilità con le norme sugli aiuti di Stato

capitale da parte del Governo. Gli utili dovrebbero essere trattenuti per rafforzare la capacità di prestito.

Anche il punto iii) può indurre qualche perplessità. Quei profili sono infatti verificati dalle autorità di regolazione del mercato, sia a livello interno che europeo, che hanno la precisa finalità di evitare che si verificino fallimenti del mercato. E' anche in questo caso difficile pensare che entità con funzioni pubbliche, come la Cassa italiana o la omologa francese o tedesca, possano occuparsi di mercati al dettaglio nell'ambito dell'ampissima gamma dei servizi finanziari, mercati ormai ad elevata specializzazione.

Più chiaro, come si diceva, il ruolo delle banche nazionali di promozione nella cooperazione per la gestione dei fondi europei anche attraverso la BEI. In particolare, la Commissione valorizza le c.d. piattaforme di investimento, che sono accordi di cofinanziamento o di condivisione dei rischi basati su contratti attraverso i quali vengono finanziati progetti di investimento. A dire della Commissione "potendo contare sul ruolo di investitori di ancoraggio svolto dalle istituzioni pubbliche e su una gestione indipendente, le piattaforme di investimento sono potenzialmente in grado di esercitare su vasta scala un'attrattiva sulle risorse degli investitori istituzionali ed eventualmente dei fondi sovrani. Ove necessario può essere fornito un supporto di credito del FEIS, al fine di favorire l'ingresso di coinvestitori privati attenuando gli specifici rischi di progetto o di portafoglio."

Assai spesso, inoltre, la Commissione dà esecuzione ai fondi del bilancio della UE attraverso strumenti finanziari, in coordinamento con l'erogazione di prestiti da parte delle banche di promozione. In particolare, secondo il quadro finanziario pluriennale 2014-2020 gli istituti di promozione possono integrare le amministrazioni nazionali e regionali nell'assegnazione dei fondi strutturali e di investimento europei (fondi SIE) anche attraverso strumenti finanziari di condivisione del rischio (garanzie, partecipazioni azionari e finanziamenti mezzanini).

Infine, sulla base del regolamento (UE) n. 966\2012 del 25 ottobre 2012 (che stabilisce le regole finanziarie applicabili al bilancio generale dell'Unione), le banche nazionali di promozione possono assumere la funzione di entità delegata

(come la BEI o il FEI) per gli strumenti finanziari dell'UE a gestione centralizzata. Evidentemente questa possibilità diventerà particolarmente rilevante nell'attuazione, dal 2021 del nuovo piano *Next Generation* (o *Recovery Found* come nel linguaggio corrente è normalmente chiamato).

5. A seguito della crisi da Covid 19 e nell'ambito della previsione di una serie di strumenti per rafforzare il patrimonio e la liquidità delle imprese, vi sono stati vari interventi che hanno inciso sulle modalità operative della Cassa.

In primo luogo, con le misure per assicurare la liquidità alle imprese di medie e grandi proporzioni, con sede in Italia, nel decreto legge n. 23 dell'8 aprile 2020, sono assicurate da SACE (controllata ora direttamente dalla Cassa) attraverso il rilascio di garanzie, in favore di banche e di altre istituzioni finanziarie. Sulle obbligazioni assunte da SACE è accordata la garanzia dello Stato a prima richiesta e senza regresso, estesa al rimborso del capitale, degli interessi, e di ogni altro onere accessorio al netto delle commissioni.<sup>25</sup> La medesima SACE esercita per conto del Ministero dell'economia e delle finanze le attività successive relative all'escussione della garanzia e al recupero dei crediti (che possono anche essere delegate a banche o ad altre istituzioni creditizie).<sup>26</sup> Le misure di concessione sono previste dalla legge sino al 31 dicembre 2020; tuttavia la normativa ha ridelineato un nuovo e differente *status* giuridico per SACE destinato a durare stabilmente ben oltre la data –

---

<sup>25</sup> La legge n. 135 del 2012 aveva previsto un diritto di opzione in capo alla Cassa per l'acquisto delle partecipazioni detenute dallo Stato in Sace s.p.a., Simest S.p.a. e Fintecna S.p.a. I corrispettivi della cessione dovevano essere versati al bilancio dello Stato per essere riassegnati al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato o destinati al pagamento dei debiti dello Stato. Nondimeno gli effetti della cessione non si ripercuotono solo sulla finanza pubblica ma mirano a rafforzare la capacità della Cassa di offrire supporto alle imprese, specialmente nel campo della internazionalizzazione. Per queste considerazioni M GIACHETTI FANTINI, *La straordinaria mutazione*, cit., 44. Sul tema della razionalizzazione delle partecipazioni dello Stato D. COLACCINO, *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni azionarie dello Stato*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2012, 1192.

<sup>26</sup> Con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze possono essere impartite a SACE S.p.a. indirizzi sulla gestione dell'attività di rilascio delle garanzie e sulla verifica, al fine dell'escussione della garanzia dello Stato, del rispetto dei suddetti indirizzi.



teoricamente- fissata per il rilascio delle garanzie, e che lascia prefigurare per SACE e per Cassa depositi e prestiti un ruolo strategico –ancora da definire- per la fase successiva alla concessione delle garanzie.

Da un punto di vista organizzativo, il decreto legge n. 23 dell'8 aprile 2020 ha rimodellato il sistema dei riporti di SACE, delineando una società per azioni atipica.

SACE, ente pubblico economico, fu trasformata in società per azioni nel 2004, con una privatizzazione “fredda” a seguito della quale il 100% delle azioni furono attribuite al Ministero delle Economia e delle Finanze (MEF). Successivamente, nel 2012, fu acquisita da Cassa Depositi e Prestiti nell'ambito di un piano di ristrutturazione delle partecipazioni del MEF. Nel 2016 C.D.P. vi conferì SIMEST, attribuendogli pertanto una forte connotazione nel supporto all'internazionalizzazione delle imprese italiane.

Con il decreto in questione non cambia la veste societaria di SACE, ma cambiano invece radicalmente i riporti, attraverso la previsione di poteri diretti di direzione e coordinamento del MEF e del Ministero degli Esteri. E' stata così creata una rete complessa di consultazioni preventive tra i vari ministeri che in vari casi si sostituiscono ai poteri dell'azionista di controllo (Cassa depositi e prestiti CDP)

Secondo l'art. 3 comma 2 lett. c) del decreto, SACE, infatti, non è più soggetta all'attività di direzione e coordinamento di C.D.P (che tuttavia continua a controllarla al 100%). Il sistema di direzione e coordinamento è infatti sostanzialmente trasferito al MEF e al Ministero degli Esteri attraverso un complesso sistema di consultazioni preventive e di “concerti” tra i vari ministeri che ricordano molto i tempi – non brillanti invero- dell'IRI degli anni '70. Tali strumenti di consultazione, tentano evidentemente di risolvere un conflitto, tutto politico, tra MEF e Ministero degli Esteri sul controllo della medesima SACE.

Secondo la nuova normativa SACE deve consultare preventivamente il MEF in ordine a “decisioni aziendali rilevanti”, con particolare riferimento alle misure di rilancio degli investimenti e all'assunzione di impegni e recupero crediti. Tale consultazione si estende, quando si entri nel campo della internazionalizzazione delle imprese, anche al Ministero degli Esteri. Inoltre, il piano annuale di attività di SACE deve tener conto delle linee guida di indirizzo strategico in materia di

promozione e internazionalizzazione delle imprese assunte dalla cabina di regia co- presieduta dal Ministero degli affari esteri e dal Ministero dello sviluppo economico. Questo modello tende a confondere tra indirizzo e gestione, dato che la consultazione con il MEF deve avvenire a fronte di singole decisioni aziendali e non solo rispetto ai piani annuali di SACE. Trattandosi di decisioni su investimenti o su recupero di crediti, viene il sospetto che la politica voglia influire direttamente sulle singole scelte di salvataggio o di recupero e non solamente sugli obiettivi strategici generali.

Rispetto al suo controllore diretto, C.D.P., SACE “concorda” le strategie industriali e commerciali, mentre C.D.P., a sua volta, “concorda” con il MEF “sentito” il Ministero degli Esteri l’esercizio di voto derivanti dalla partecipazione in SACE. Per le nomine in SACE occorre invece il “concerto” tra MEF e Ministero degli Esteri, mentre ancora C.D.P. deve consultare preventivamente il MEF in merito a operazioni di gestione della partecipazione in SACE.

Per quanto le norme utilizzino varie espressioni, come “consultazione” “tener conto”, “concorda” “sentito” (dunque atti giuridicamente non vincolanti) risulta però chiaramente la volontà, da parte dei due ministeri MEF e Esteri di eterodirigere le scelte aziendali di SACE, anche tramite consultazioni preventive con C.D.P. che costituisce l’azionista di controllo. Per le nomine nel consiglio di amministrazione di SACE è attribuito addirittura “il concerto” tra i due ministeri, ad indicare il difficile equilibrio politico che si è voluto raggiungere in una attività che da sempre la politica ha considerato come la più importante.

In secondo luogo, con il decreto legge 19 maggio 2020 n. 34 è stato costituito il c.d. “Patrimonio Destinato”, previsto dall’art. 27 e costituito presso Cassa Depositi e Prestiti. Si tratta sostanzialmente di un fondo ad apporto: ad esso infatti sono apportati beni e rapporti giuridici, anche in blocco, dal Ministero dell’economia e delle finanze, identificati dall’Assemblea di C.D.P. e trasferiti con decreto del medesimo ministero, oltre a 44 miliardi di euro di titoli di Stato appositamente emessi.<sup>27</sup> Il patrimonio può essere articolato in comparti evidentemente a

---

<sup>27</sup> Tali titoli, tuttavia, non concorrono a formare il limite delle emissioni nette per l’anno 2020 stabilito dalla legge di bilancio e dalle successive modifiche.

seconda della tipologia dei beni apportati. Si può ritenere, ad esempio, che possano essere apportati immobili, quote di società, crediti ecc.<sup>28</sup> e che sul valore di essi possa poi essere fatta leva per nuova finanza. Inoltre, per il finanziamento della attività del Patrimonio Destinato è consentita, anche in deroga all'art. 2412 del codice civile, l'emissione di titoli obbligazionari o altri strumenti finanziari di debito.

Il Patrimonio Destinato è un patrimonio separato rispetto al patrimonio di C.D.P. e risponde delle obbligazioni assunte nei limiti dei beni e dei rapporti giuridici allo stesso apportati. Sulle obbligazioni assunte, tuttavia, in caso di incapienza del Patrimonio è concessa la garanzia di ultima istanza dello Stato, così come può essere concessa la garanzia dello Stato a favore dei portatori dei titoli emessi per il finanziamento del patrimonio destinato (nel limite massimo di 20 miliardi).

A fronte degli apporti sono emessi da C.D.P., a valere sul patrimonio destinato ed a favore del Ministero dell'economia e delle finanze, strumenti finanziari di partecipazione la cui remunerazione è condizionata all'andamento economico del Patrimonio Destinato.

Il comma 4 dell'art. 27 prevede che “le risorse del Patrimonio Destinato sono impiegate per il sostegno e il rilancio del sistema economico produttivo italiano”. Gli interventi del fondo hanno per oggetto società per azioni, anche quotate, con sede legale in Italia che non operano nel settore bancario, finanziario e assicurativo, con fatturato annuo superiore a cinquanta milioni. Il fondo può operare sia a condizioni di mercato, sia in deroga alla normativa sugli aiuti di Stato, alle condizioni previste dal quadro normativo dell'Unione Europea sugli aiuti di Stato per fronteggiare l'emergenza epidemiologica da Covid 19. Opera normalmente attraverso la sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili, la partecipazione ad aumenti di capitale, l'acquisto di azioni sul mercato secondario in caso di operazioni strategiche. È rilevante che possono essere effettuati interventi relativi a operazioni di ristrutturazione di società che,

---

<sup>28</sup> Il comma 2 dell'art. 27 prevede infatti che “*in caso di rapporti giuridici diversi dai titoli di Stato, i relativi valori di apporto e di iscrizione nella contabilità del Patrimonio Destinato sono determinati sulla scorta della relazione giurata di stima prodotta da uno o più soggetti di adeguata esperienza e qualificazione professionale.*”

nonostante temporanei squilibri patrimoniali o finanziari, siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività.

I requisiti di accesso, le condizioni, i criteri e le modalità di intervento sono definite con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze sentito il Ministro dello sviluppo economico.

Il regolamento del patrimonio destinato è adottato da C.D.P. ma approvato dal Ministro dell'economia e delle finanze.

La legge non prevede se il patrimonio separato debba essere ricondotto alla gestione separata o a quella ordinaria, anche se la presenza della garanzia dello Stato, la natura pubblica della provvista, il regime di esenzione fiscale, il particolare rilievo dei poteri del MEF lasciano pensare che si tratta di gestione separata.

Indipendentemente da questi profili, v'è però chiaramente una discrepanza tra le funzioni del fondo che può intervenire anche in società caratterizzate da "temporanei squilibri patrimoniali e finanziari" e la disposizione dello statuto che limita l'intervento della Cassa alle società "di rilevante interesse nazionale che risultino in un stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico".

Vero è d'altra parte che il patrimonio separato garantisce da rischi il risparmio postale, che il patrimonio deriva da conferimenti dello Stato, ma, ancora al di là delle questioni tecniche, da un punto di vista sostanziale non si sfugge all'impressione di una ulteriore mutazione della funzione della Cassa, progressivamente sempre più orientata alla partecipazione ad operazioni di salvataggio (a partire dalle cordate di garanzia a salvataggio di istituti bancari (nel 2015 con il fondo nazionale di risoluzione e l'intervento su Banca Etruria, nel 2016 con il Fondo Atlante e l'intervento sulle banche venete).

**6.** Dopo la privatizzazione delle banche che si è compiuto quasi in un ventennio la banca pubblica è praticamente scomparsa (rimane il caso del mediocredito centrale posseduto dallo Stato italiano attraverso Invitalia e il caso di Banca Monte dei Paschi che però è conseguenza di una ricapitalizzazione precauzionale con obblighi di uscita da parte dello Stato).

Mentre questo avveniva, e prima della crisi del 2020, i mercati finanziari divenivano sempre più interconnessi e competitivi, la vigilanza, spostata a Francoforte, irrigidiva

progressivamente i requisiti patrimoniali producendo da una parte un irrobustimento del sistema bancario, ma dall'altra parte anche un elevato *delevering* per quei sistemi strutturalmente più deboli e bancocentrici (come l'Italia). Il rischio "paese", connesso sia all'elevato debito pubblico sia ad un sistema bancario ancora strutturalmente più debole rispetto ad altri paesi della zona euro, ha prodotto mediamente un costo del denaro più alto e dunque tassi di interesse più elevati e pertanto una maggiore difficoltà a realizzare investimenti da parte del settore privato.

Dagli anni 90 in poi, inoltre, sia per la necessità – sostanziale – di non ampliare eccessivamente lo *stock* di debito pubblico, sia per la introduzione – successiva – di vincoli formali all'indebitamento si assiste ad una caduta parallela degli investimenti pubblici (dal 3,6% del PIL nel 1983-1985 al 2,2% nel 1993-95 e da allora rimangono sotto la media europea). Questo in un contesto nel quale l'Italia è entrata nel XXI secolo con un deficit di oltre 10 punti percentuali rispetto alla media europea per reti ferroviarie, infrastrutture aeroportuali, impianti e reti energetiche ambientali.<sup>29</sup>

Il *Global competitiveness report* del 2012-13 collocava l'Italia al ventottesimo posto nella graduatoria mondiale del pilastro "qualità delle infrastrutture" in coda ai paesi del resto dell'Eurozona con Germania e Francia al terzo e quarto posto. Tale rilevante *gap* infrastrutturale – è però opportuno ricordarlo – non è conseguenza solo di una riduzione della spesa per investimenti, ma anche in grande parte della esistenza di "un serio problema di inefficienza nell'uso delle risorse finanziarie disponibili che si aggiunge alla crescente scarsità di risorse pubbliche".<sup>30</sup>

In un contesto di questo genere, nel quale la domanda di investimenti a medio e lungo termine a tassi relativamente bassi è molto elevata, e per i paesi molto indebitati vi sono vincoli di bilancio che non sono superabili, un ente come la Cassa, fuori del perimetro di consolidamento del debito pubblico, ma in grado di trasformare scadenze a breve in finanziamenti a medio e lungo termine, ha certamente uno spazio importante anche in

<sup>29</sup> Cfr. i dati esposti da S. BATTILOSSI, *La Nuova Cassa depositi e prestiti*, in M DE CECCO, G. TONIOLO, *Storia della Cassa depositi e prestiti*, cit., 74.

<sup>30</sup> Cfr. S BATTILOSSI, op. ult. cit., 76.

ragione dell'entità del risparmio postale che è progressivamente in crescita (si stima nel 2020 circa 334 miliardi di euro). In particolare, il finanziamento di progetti con ricadute di interesse pubblico, e con orizzonte temporale medio-lungo sembra essere la missione naturale, di un ente come la C.D.P.

Né, in relazione a tale profilo, può essere trascurata la natura dell'ente come banca nazionale di promozione sulla base delle definizioni europee. La ragione d'essere della banca nazionale di promozione non è infatti quella di competere nel settore del credito, quanto, ed al contrario, quella di intervenire laddove il mercato del credito fallisce. E non v'è dubbio che l'area degli investimenti di natura infrastrutturale, ambientale, energetico, di ricerca a lungo termine, costituisce tipicamente un mercato poco appetibile per gli istituti di credito, conseguentemente anche poco concorrenziale e dunque anche scarsamente efficiente. In questo mercato la C.D.P, anche come Banca nazionale di promozione, può svolgere un ruolo assai significativo.

La possibilità poi, di partecipare con altre istituzioni europee, ed in particolare con la BEI, all'attuazione di progetti che presentano una quota importante di finanziamento a carico del bilancio dell'UE, apre prospettive di enorme rilievo per la C.D.P. negli anni a venire, con le risorse che verranno mobilitate attraverso il piano *Next Generation*, dedicato appunto a grandi progetti infrastrutturali ambientali, tecnologici, energetici ecc.

Diverso invece appare il razionale della crescente attribuzione di funzioni in ambiti di interventi sul capitale, gestione delle partecipazioni, operazioni di *turnaround*.

Le funzioni di holding di partecipazioni, in verità e come si è descritto, sono state attribuite alla Cassa principalmente per ragioni connesse alla riduzione del debito pubblico, ma non per ragioni di coerenza gestionale. La attribuzione delle partecipazioni degli ex enti pubblici economici di proprietà dello Stato (ENI, ENEL Poste) alla C.D.P. è stato, nella sostanza, un *escamotage* contabile che ha permesso di deconsolidare le partecipazioni pur mantenendone nella sostanza il controllo. Tanto è vero che i diritti dell'azionista vengono svolte dallo Stato, sia pure attraverso la C.D.P.

Anche le -più recenti – funzioni nell'ambito di società o di fondi di *turnaround* per intervenire in imprese in “transitorie” “situazioni disequilibrio economico non sembrano coerenti con

la missione originaria della Cassa né con la missione di Banca nazionale di promozione.

Anche in questo caso, tuttavia, distinguere è opportuno, perché una cosa è partecipare come investitore di capitale ad una società o fondo che opera nel *turnaround* (modello della legge n. 33 del 2015 che ha costituito la “società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese” al cui capitale ha partecipato la C.D.P. con un miliardo di euro), altra cosa è gestire un fondo ad apporto come il “patrimonio destinato” previsto con il decreto legge 19 maggio 2020 n. 34. Nel primo caso la funzione della Cassa è soprattutto quella, attraverso la partecipazione di una quota di capitale, di attrarre anche la partecipazione di investitori privati che operano nel *turnaround*, mentre nel secondo caso il patrimonio è solo dello Stato e la gestione sarà presumibilmente condivisa (quando verrà approvato il regolamento del fondo) tra Stato e Cassa.<sup>31</sup> Nessuno dei due soggetti, però, ha competenze specifiche in questa tipologia di operazioni, se non altro perché alla Cassa tali operazioni erano espressamente vietate da norme legislative e statutarie.

Non è tanto un tema di rischio -sostanzialmente sterilizzato attraverso l’istituto del patrimonio separato- quando proprio di *know how*, di esperienza specifica, e anche di coerenza con la missione che la legge ha attribuito all’ente in base alle sue caratteristiche e alla sua storia. Sarà inoltre molto difficile individuare criteri oggettivi per selezionare le aziende che potranno beneficiare dell’intervento della Cassa rispetto ad altre che non ne beneficeranno; sarà molto difficile fare una politica industriale attraverso atti puntuali di ristrutturazione invece che attraverso atti generali di incentivo e disincentivo; sarà invece molto facile attrarre la Cassa -sino ad ora, nonostante il ruolo di stretto confine con lo Stato e la politica – abbastanza esente da critiche politiche, nel gioco delle relazioni politiche; e sarà del pari assai facile che le stesse imprese si avvicinino alla politica per poter godere dei benefici dell’appoggio statale. Tutto ciò rischia non solo di distorcere il mercato ma di ricreare,

---

<sup>31</sup> Infatti, nella società per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese le azioni sono distinte in classi diverse e gli investitori istituzionali non hanno poteri di *governance*, che invece spettano agli operatori professionali.

progressivamente, un “capitalismo politico” che l’Italia stava abbandonando.

La natura della Cassa di banca nazionale di promozione, al pari delle sue simili francese e tedesca, apre invece grandi orizzonti in settori nei quali la Cassa ha dato da sempre dimostrazioni di efficienza e di capacità selettiva. Evidentemente, fino a quando si trattava di compartecipare alla gestione dei fondi del FEIS attraverso la costituzione di piattaforme di investimento, il ruolo per un ente che gestisce, solo di risparmio postale, oltre trecento miliardi di euro, poteva sembrare marginale. Diverso appare il futuro: il programma *Next Generation*, indipendentemente dalla cifra finale che verrà stanziata per l’Italia, costituirà l’asse portante degli investimenti pubblici e privati dei prossimi anni. Non è difficile immaginare un ruolo rilevante per la Cassa, in cooperazione con la BEI e con le istituzioni comunitarie. Si tratterebbe, alla fine, di un ritorno alla originaria missione ma con mezzi ed obiettivi incomparabilmente superiori.