



# SAGGI

## La Cassa depositi e prestiti: eredità storica e proiezioni future \*

### *Cassa depositi e prestiti: historical legacy and future scenarios*

di **Andrea Averardi** \*\*

#### ABSTRACT

L'articolo, muovendo dalle trasformazioni che stanno interessando le forme dell'intervento dello Stato in economia, si sofferma sul ruolo della Cassa depositi e prestiti. Particolare attenzione viene data agli elementi di contesto economico-sociale che hanno determinato l'evoluzione della Cassa e sul problema dell'attuale idoneità della Cassa a far fronte alle sfide industriali poste dal nuovo ciclo economico post-pandemia.

**Parole Chiave:** Cassa depositi e prestiti – Politica industriale – Società pubbliche – Ruolo economico dello Stato – Pnrr

*Moving from the transformations that are affecting the economic role of the State, the article focuses on the present functions and governance of the Cassa depositi e prestiti. Particular attention is given to the elements of the economic and social context that have determined the Cassa's evolution and to the problem of the Cassa's current suitability to meet the industrial challenges posed by the new post-pandemic economic cycle.*

**Key Words:** Cassa depositi e prestiti – Industrial policy – State-owned enterprises – Economic role of the State – Next Generation EU

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. Alle origini della moderna Cassa depositi e prestiti. – 3. Le linee di intervento della Cassa depositi e prestiti tra conservazione e trasformazione. – 4. Interessi pubblici e scelte d'impresa: il problema della *governance* della Cassa depositi e prestiti. – 5. La Cassa depositi e prestiti tra finanziarizzazione del capitalismo e ritorno della questione industriale. – 6. L'azionariato di Stato e la Cassa depositi e prestiti davanti alla sfida del Piano nazionale di ripresa e resilienza.

## 1. Premessa

La Cassa depositi e prestiti (Cdp) è l'istituzione finanziaria più longeva della

---

\* Una versione, parzialmente differente, di questo scritto è destinata al volume *I rapporti tra Stato ed economia dopo le crisi*, a cura di Sveva Del Gatto e Marco Macchia. L'autore è grato ai curatori per aver permesso la pubblicazione del contributo in questa sede e per i commenti a esso. Si ringraziano anche Federico Spanicciati e Valerio Turchini per le utili osservazioni al testo, del quale l'autore resta, ovviamente, l'unico responsabile.

\*\* Ricercatore di diritto amministrativo, Scuola IMT Alti Studi di Lucca. Abilitato alle funzioni di professore associato di diritto amministrativo.

storia del Paese, ed è anche quella che, nel faticoso incedere del capitalismo italiano contemporaneo, si sta affermando per il maggiore dinamismo<sup>1</sup>.

In verità, dell'esistenza di un crescente peso finanziario e industriale della Cdp, anche fuori dal suo tradizionale compito di garantire credito alle amministrazioni, si avevano segnali chiari già da almeno un decennio<sup>2</sup>. Diverse evidenze, come, da ultimo, le operazioni di Cdp Equity con Aspi e Borsa Italiana e la creazione del Patrimonio Rilancio, mostrano, a ogni modo, un'intensificazione e una diversificazione, ancora più marcata, dell'intervento pubblico in economia per il tramite della Cdp. Del resto, anche gli eventi causati dalla diffusione del Covid-19 stanno sollecitando nuove risposte pubbliche ad ampio spettro, volte a garantire il pieno funzionamento dello Stato sociale e l'equilibrato sviluppo dell'economia<sup>3</sup>. Non può dunque sorprendere che, in un contesto di crescente rilevanza del problema della selezione e dell'attuazione delle scelte economiche, per la Cdp si aprano diversi spazi di azione<sup>4</sup>.

Il protagonismo della Cassa (a volte effettivo, a volte solo evocato) merita allora particolare attenzione. Ciò soprattutto osservando che la peculiare natura di tale istituto – un «centauro» tra pubblico e privato – reca con sé potenzialità, in termini di efficienza e libertà di movimento, quanto rischi, specie per ciò che concerne l'individuazione e la definizione trasparente degli obiettivi strategici e l'assunzione della responsabilità politica, ancor più che manageriale, per il perseguimento di essi<sup>5</sup>.

## 2. Alle origini della moderna Cassa depositi e prestiti

L'attuale configurazione del gruppo Cdp è figlia essenzialmente del decreto-legge n. 269 del 2003, con cui essa è stata spogliata della veste pubblicistica, da ente pubblico economico, per essere trasformata in società per azioni, aperta al capitale privato delle fondazioni di origine bancaria, per una quota di minoranza rispetto a quella detenuta dal Ministero dell'economia<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un inquadramento storico ed economico delle dinamiche del capitalismo italiano, tra i vari, F. BARCA (a cura di), *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, Roma, 2012, S. TRENTO, *Il capitalismo italiano*, Il Mulino, Bologna, 2012 ed E. FELICE, *Ascesa e declino. Storia economica d'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2015. Sul versante del rapporto tra istituzioni ed economia, S. CASSESE, *Governare gli italiani. Storia dello Stato*, Il Mulino, Bologna, 2014, spec. pp. 219-289.

<sup>2</sup> Si leggano, in merito, i contributi in M. DE CECCO-G. TONIOLO (a cura di), *Storia della Cassa depositi e prestiti*, Laterza, Roma-Bari, 2013.

<sup>3</sup> Il dibattito sul punto ha già prodotto una letteratura vastissima. Una discussione interessante, anche per la molteplicità dei temi trattati, si può trovare sul numero 3 del 2020 della rivista *Il Mulino*, in particolare nei contributi di Viesti, Cammelli, Bianchi e Saraceno.

<sup>4</sup> Va detto che già da qualche anno l'attenzione degli studi, dopo un periodo di sostanziale spostamento dell'interesse per l'analisi del ruolo regolatorio dello Stato, è tornata sulle molteplici intersezioni, non solo in termini condizionali, tra istituzioni e mercato, includendo il tema delle società pubbliche. Su questa *Rivista*, si vedano, per esempio, gli scritti di M. CLARICH, *Populismo, sovranismo e Stato regolatore*, 2018, p. 2 ss. e, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, 2020, p. 230 ss.

<sup>5</sup> L'icastica descrizione della Cassa depositi e prestiti come un «centauro», pubblico nei fini e privato nei mezzi, è di M. MUCCHETTI, *Cassa depositi e prestiti, il nuovo centauro*, in *Italianieuropei*, 2017, p. 49 ss.

<sup>6</sup> Quanto all'attuale ripartizione del capitale sociale della Cassa depositi e prestiti, il Ministero dell'economia detiene l'82,7% del capitale sociale, le fondazioni bancarie il 15,93% mentre il residuo 1,30% è costituito di azioni proprie. Come noto, dopo un percorso piuttosto travagliato, con-

Il più immediato effetto di questo mutamento, in parte anticipato da alcuni interventi degli anni subito precedenti<sup>7</sup>, è stato senz'altro quello di far attribuire alla Cdp la natura di *market unit*, riallineando l'istituto alla francese *Caisse des dépôts et consignations* (Cdc) e alla tedesca *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (Kfw) e facendolo transitare, al di là delle perplessità espresse dalla giurisprudenza più sostanzialistica<sup>8</sup>, fuori dal perimetro delle amministrazioni pubbliche<sup>9</sup>.

Ciò ha imposto, tra l'altro, la necessità di procedere a una bipartizione delle aree di azione della società, prevedendo una gestione separata per le attività tradizionali di finanziamento alle amministrazioni pubbliche, svolte utilizzando le risorse del risparmio postale, che gode della garanzia dello Stato ed è sottoposta precisi vincoli amministrativi e politici<sup>10</sup>, e una gestione ordinaria per il finanziamento delle infrastrutture e degli investimenti in servizi pubblici, in ricerca, in innovazione e nel patrimonio culturale, la quale trova la propria provvista nell'emissione di strumenti finanziari e senza garanzia dello Stato<sup>11</sup>.

In questo modo, la Cdp, non più (almeno formalmente) «braccio armato» del Tesoro<sup>12</sup>, ha potuto cominciare a fare ricorso a uno spettro di meccanismi di intervento nell'economia molto più variegato che in passato e ha iniziato a strutturarsi come *holding* di partecipazioni pubbliche<sup>13</sup>, restando, in ogni caso, all'inter-

---

clusosi con il parere richiamato del Cons. Stato, 16 ottobre 2012, n. 8178 e con il d.l. n. 179/2012, il peso delle fondazioni bancarie è sceso dal 30% al 18,4%, con la conversione delle loro azioni privilegiate in azioni ordinarie. Su tale vicenda, K. PECI, *La conversione delle azioni Cassa depositi prestiti s.p.a.: il parere del Consiglio di Stato*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, p. 623 ss.

<sup>7</sup> Il riferimento è soprattutto al d.lgs. n. 284/1999, con cui sono state riviste le funzioni della Cdp, pur mantenendone inalterata la natura pubblicistica, abilitandola a svolgere, fuori da ogni dubbio, attività di raccolta e intermediazione. A riguardo, G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa depositi e prestiti*, in *Giorn. dir. amm.*, 1999, p. 1148 ss.

<sup>8</sup> Si veda, oltre al già menzionato parere del Cons. Stato, 16 ottobre, n. 81758, anche Cons. Stato, sez. VI, 12 ottobre 2007, n. 550, con commento di S. SIMONE, *Cassa depositi e prestiti: organismo di diritto pubblico*, in *Giorn. dir. amm.*, 2008, p. 160 ss. Il tema dell'applicazione, in senso funzionale, alle diverse società del gruppo Cdp, delle normative proprie della pubblica amministrazione non ha smesso di essere rilevante. Lo dimostra, da ultimo, la sentenza del Cons. Stato, sez. V, 7 febbraio 2020, n. 964, con la quale il giudice amministrativo ha qualificato la Cdp Investimenti s.g.r. s.p.a. come organismo di diritto pubblico. Non è possibile soffermarsi qui sulla pronuncia, dovendosi tuttavia evidenziare che appare contestabile la lettura, estremamente formalistica, sposata dal Consiglio di Stato della nozione di organismo di diritto pubblico. Per un primo commento alla sentenza, non privo di spunti critici, nel senso indicato, M.N. DI GIANDOMENICO, *Organismo di diritto pubblico e requisito teleologico: il punto della giurisprudenza*, in *Riv. Corte conti*, 2020, p. 62 ss.

<sup>9</sup> Nel Sistema europeo dei conti nazionali e regionali – Sec 2010, adottato con il regolamento n. 549/2013, Cdp è funzionalmente classificata come «unità istituzionale», disponendo di autonomia decisionale, contabilità indipendente e personalità giuridica autonoma. Sulla qualificazione come unità di mercato della Cdp, tra i vari, D. COLACCINO, *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni societarie dello Stato*, in *Giorn. dir. amm.*, 2012, p. 1189 ss. Sul Sistema europeo dei conti nazionali e regionali, S. DEL GATTO, *Sistema “Sec 95” ed elenco Istat. Sull'incerto confine della sfera pubblica*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, p. 960 ss.

<sup>10</sup> Cfr. art. 5, commi, 9, 10 e 11 del d.l. n. 269/2003 che disciplinano il potere di indirizzo del Mef sulla gestione separata e la sottoposizione di essa al controllo dell'apposita Commissione parlamentare e della Corte dei conti.

<sup>11</sup> Art. 5, comma 8, d.l. n. 269/2003. Sulla distinzione tra le gestioni, su cui si tornerà, in modo critico, si veda, A. DONATO, *Il ruolo di holding di Cassa Depositi e prestiti S.p.A.: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, in *An. giur. ec.*, 2015, p. 372 ss.

<sup>12</sup> Così M.T. SALVEMINI, *La Cassa depositi e prestiti tra il 1996 e il 2002*, in *Storia della Cassa*, cit., p. 286.

<sup>13</sup> La trasformazione della Cdp in una «holding pubblica in campo finanziario» era stata preconizzata da G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa depositi e prestiti*, in *Giorn. dir.*

no del perimetro delle norme europee sugli aiuti di stato e senza che le proprie passività, specie finanziarie, venissero conteggiate di *default* nel debito pubblico<sup>14</sup>. Allo stesso tempo, alla Cdp, che oggi ha acquisito lo *status* di istituto nazionale di promozione, è stata ritenuta applicabile la normativa sugli intermediari finanziari non bancari, pur svolgendo, di fatto, anche attività bancaria<sup>15</sup>.

Come è stato osservato, il mutamento di volto della Cdp può essere ritenuto solo in parte il frutto di decisioni dei suoi vertici e dei suoi azionisti e di scelte mirate dei governi e dei parlamenti, che si sono succeduti in quegli anni, dovendosi piuttosto considerare soprattutto il riflesso di significative pressioni esogene, rappresentate dai cambiamenti strutturali, nell'economia e nella finanza, che si stavano imponendo su scala globale<sup>16</sup>.

In altri termini, l'assetto odierno della Cdp, nelle sue linee essenziali, è il portato di una precisa epoca storica, nella quale, tra l'altro, il debito pubblico si è consolidato su alti livelli, è proseguita la stagione (non priva di ingenuità ideologiche) delle privatizzazioni, si è sviluppato il capitalismo dei distretti industriali e si è rafforzato il ruolo essenzialmente regolatorio dello Stato, conseguente anche all'imposizione di vincoli da parte delle normative europee e al processo dominante di finanziarizzazione e depoliticizzazione dell'economia<sup>17</sup>.

Questi elementi di contesto sono spesso sottovalutati ma hanno pesato sulla storia recente della Cdp, modellandone l'attività e la *governance*, e impongono di riflettere non solo sulle torsioni avute dall'istituto, così come plasmato con le riforme di vent'anni fa, ma soprattutto sull'idoneità di quest'ultimo a fare fronte, nella forma e con i mezzi di cui è dotato, ai cambiamenti attuali delle dinamiche economiche.

### 3. Le linee di intervento della Cassa depositi e prestiti tra conservazione e trasformazione

Effettuare una perimetrazione ragionata della struttura e del raggio di azio-

---

*amm.*, 2004, p. 270, anche prima che l'art. 7 del d.l. n. 34/2011, convertito con modificazioni dalla legge n. 75/2011, prevedesse la possibilità per l'istituto di acquisire partecipazioni in società di «rilevante interesse nazionale» portando così avanti il percorso avviato con il d.lgs. n. 284/1999, con la legge n. 448/2001 e con il d.l. n. 269/2003. L'art. 5, comma 8-bis, del d.l. n. 269/2003 ha previsto comunque che tali società debbono trovarsi in equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività.

<sup>14</sup> Sul valore di tale operazione, F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa depositi e prestiti*, in *L'Industria*, 2015, p. 435 ss.

<sup>15</sup> La Cassa è sottoposta alla vigilanza informativa della Banca d'Italia, nelle forme previste per gli intermediari iscritti nell'elenco speciale dell'art. 107 del TUB. Sempre in tema di regole applicabili alla Cdp, è il caso di ricordare che a essa, stante il disposto dell'art. 1, comma 4, lett. a) e comma 5, del d.lgs. n. 175/2006, non si applica la disciplina generale sulle società a partecipazione pubblica, stante la natura della Cdp di società quotata che esercita una specifica missione di interesse pubblico. Sull'esclusione della Cdp dal perimetro del testo unico sulle società a partecipazione pubblica, M. GIACHETTI FANTINI, *La "straordinaria mutazione" del ruolo della Cassa depositi e prestiti nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore*, in *Federalismi*, 2018, p. 66 ss.

<sup>16</sup> Così F. BASSANINI, in *Presentazione*, in *Storia della Cassa*, cit., p. V.

<sup>17</sup> A riguardo, per una lettura storico economica dei processi di trasformazione economici dell'ultimo trentennio, P. LEON, *Il capitalismo e lo Stato. Crisi e trasformazione delle strutture economiche*, Castelveccchi, Roma, 2014 e F. SILVA-A. NINNI, *Un miracolo non basta. Alle origini della crisi italiana tra economia e politica*, Donzelli, Roma, 2019.

ne del gruppo Cdp è un esercizio sempre più complesso, posto che l'ambito di operatività dell'istituto si muove solo in parte secondo linee stabili e che molte novità appaiono il frutto di accelerazioni legislative più o meno prevedibili<sup>18</sup>.

In generale, l'ultimo piano industriale, anche tenendo conto degli obiettivi di sviluppo sostenibile, tracciati a livello internazionale<sup>19</sup>, individua quattro macro-aree di intervento, identificate, in modo abbastanza ampio, nel sostegno alle imprese, nel supporto alle infrastrutture, alla pubblica amministrazione e al territorio, nella gestione e valorizzazione delle grandi partecipazioni strategiche e, da ultimo, nello sviluppo della cooperazione internazionale<sup>20</sup>.

Tra i campi indicati, l'attività trasversale di *lending*, intesa come sostegno tanto alle amministrazioni quanto alle piccole e medie imprese, continua a costituire, anche in termini quantitativi, un profilo centrale dell'azione della Cdp<sup>21</sup>, ponendo quest'ultima utilmente accanto al sistema creditizio, le cui difficoltà, vista la natura stabilmente banco-centrica del capitalismo italiano, tendono a riflettersi negativamente su tutta l'economia nazionale<sup>22</sup>.

La rilevanza di questa macro-area di azione della Cdp è stata d'altronde confermata dalle molteplici iniziative assunte per fronteggiare l'emergenza Covid-19, tra cui meritano di essere menzionate la rinegoziazione dei mutui, che ha coinvolto oltre settemila enti territoriali, nonché il finanziamento immediato, fino a due miliardi di euro, a supporto dei fabbisogni finanziari delle medie e grandi imprese per fornire loro una liquidità immediata, in attesa dell'avvio operativo dei meccanismi di garanzia previsti dal decreto-legge n. 18 del 2020 (decreto «cura Italia»)<sup>23</sup>.

Non vi è dubbio, però, che la novità più marcata, sempre sul fronte del sostegno al sistema produttivo, è stata rappresentata dall'autorizzazione a Cdp, inserita nel decreto legge n. 34/2020 (decreto «rilancio»), a costituire un patrimonio destinato, denominato Patrimonio Rilancio, finanziato mediante apporti di beni e rapporti giuridici da parte del Ministero dell'economia e delle finanze (Mef)<sup>24</sup> e destinata a cessare, salvo possibilità di anticipazione o esten-

---

<sup>18</sup> I dati menzionati in questo paragrafo sono tratti dalla determinazione dell'11 settembre 2020, n. 88 sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti s.p.a. della Corte dei conti, il quale fa riferimento al bilancio per l'esercizio finanziario della Cdp del 2019.

<sup>19</sup> Ci si riferisce principalmente all'Agenda 2030 dello sviluppo sostenibile dell'Onu.

<sup>20</sup> Il piano industriale della Cdp, per il triennio 2019-2021, è disponibile su [https://www.cdp.it/sitointernet/it/piano\\_industriale\\_2019\\_2021.page](https://www.cdp.it/sitointernet/it/piano_industriale_2019_2021.page).

<sup>21</sup> Questa si declina attraverso un'offerta estremamente variegata di finanziamenti, strumenti di *equity* e garanzie, svolta, come è stato sottolineato, per lo più in una dimensione di «complementarità» con i privati (operatori commerciali e anche sistema creditizio). Così, A. TONETTI, *Lo Stato promotore e le nuove forme di interventismo economico*, in *Giorn. dir. amm.*, 2016, p. 573 e F. BASSANINI, *op. ult. cit.*, p. X.

<sup>22</sup> Il problema della scarsa capacità delle imprese italiane di fare ricorso a capitali propri, piuttosto che all'indebitamento bancario, è riconosciuto da anni ed è stato efficacemente sintetizzato nella formula di N. COLAJANNI, *Il capitalismo senza capitale*, Sperling & Kupfer, Milano, 1991. Nella stessa ottica si vedano anche le riflessioni di F. AMATORI-P.A. TONINELLI, *Gli imprenditori nello sviluppo economico*, in P. CIOCCA-G. TONIOLO (a cura di), *Storia economica d'Italia. Industrie, mercati, istituzioni. Le strutture dell'economia*, Laterza, Bari-Roma, 2003, p. 430 ss.

<sup>23</sup> A tali misure si aggiungono l'erogazione di liquidità a tassi calmierati per le PMI e *Mid-cap* tramite il sistema bancario; la concessione di finanziamenti agevolati, garanzie e moratorie sui finanziamenti a medio-lungo termine per supportare le attività di *export* e internazionalizzazione delle PMI, il differimento del pagamento delle rate in scadenza nell'anno 2020 dei mutui per i comuni della prima "zona rossa".

<sup>24</sup> Art. 27, comma. 1, d.l. n. 34/2010. Il decreto ministeriale è stato approvato il 3 febbraio 2021.

sione, in dodici anni<sup>25</sup>. Il Patrimonio Rilancio, la cui disciplina di dettaglio è fissata tramite decreto di natura regolamentare del Mef<sup>26</sup>, può operare a favore di società per azioni, anche quotate, con sede legale in Italia, non attive nel settore bancario, finanziario o assicurativo, con un fatturato annuo superiore a cinquanta milioni di euro<sup>27</sup>. Gli interventi possono avvenire secondo un duplice schema: nelle forme e alle condizioni eccezionali, previste dal quadro normativo dell'Unione Europea sugli aiuti di Stato, adottato per fronteggiare l'emergenza epidemiologica da Covid-19, attraverso il Fondo Nazionale Supporto Temporaneo<sup>28</sup>, ovvero fuori dal *framework temporaneo*, a condizioni di mercato, per mezzo il Fondo Nazionale Strategico e il Fondo Nazionale Ristrutturazioni Imprese<sup>29</sup>. In modo significativo, è previsto che il Patrimonio Rilancio può agire anche nell'ambito di operazioni di ristrutturazione di società che siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività, nonostante la presenza di temporanei squilibri patrimoniali o finanziari<sup>30</sup>.

Si ricava, da quanto detto, una doppia proiezione della Cdp. In un senso, questa sta proseguendo a consolidare il proprio *business model*, facendo leva sulla raccolta postale, sull'elevata liquidità e sulla bassa esposizione a rischio di mercato, e continuando altresì a porsi come referente privilegiato per l'accesso al credito delle amministrazioni locali, anche esercitando una valida attività di *advisory* finanziaria e tecnica a esse. In un altro, l'istituto si sta indirizzando verso aree maggiormente di frontiera ed estranee alla sua missione storica, come dimostra, a parte la ricerca di risorse tramite nuove forme di finanziamento, il tentativo di strutturarsi come attore internazionale, in progetti di cooperazione e, soprattutto, la conferma della propensione a operare elasticamente come strumento di ausilio verso società italiane, anche in sostanziale squilibrio patrimoniale<sup>31</sup>.

Tra le macro-aree di intervento, sopra richiamate, è però quella che vede la Cdp muoversi come regista di una rete di partecipazioni azionarie a destare

---

<sup>25</sup> Art. 27, comma 4, d.l. n. 34/2010.

<sup>26</sup> Art. 27, commi 5 e 6, d.l. n. 34/2010.

<sup>27</sup> Precisa l'art. 27, comma 4, d.l. n. 34/2010 che, nell'individuare gli interventi, si deve tenere in considerazione, tra l'altro, l'incidenza dell'impresa con riferimento allo sviluppo tecnologico, alle infrastrutture critiche e strategiche, alle filiere produttive strategiche, alla sostenibilità ambientale e ai livelli occupazionali e del mercato del lavoro.

<sup>28</sup> Il riferimento è ai principi approvati dalla Commissione europea il 19 marzo del 2020 nella Comunicazione relativa al Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del Covid-19. L'operatività del *framework* temporaneo si è peraltro già esaurita, posto che la normativa ha previsto che i relativi contratti dovessero essere sottoscritti entro il 30 settembre 2021, ovvero entro il 30 giugno 2021 per gli interventi da attuarsi mediante la sottoscrizione di prestiti obbligazionari subordinati non convertibili.

<sup>29</sup> Ancora l'art. 27, comma 4, d.l. n. 34/2010 dispone che «[I]n via preferenziale il Patrimonio destinato effettua i propri interventi mediante sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili, la partecipazione ad aumenti di capitale, l'acquisto di azioni quotate sul mercato secondario in caso di operazioni strategiche.

<sup>30</sup> Sull'ampiezza del ricorso a tale formula, e sui profili controversi del regime fiscale di vantaggio di cui godrà il Patrimonio Destinato, E. DI CARPEGNA BRIVIO, *Stato ed economia di mercato. La via italiana per la ricostruzione postbellica tra giudizio storico e seduzioni contemporanea*, in *Federalismi*, 2020, p. 33 ss.

<sup>31</sup> Attività che trova i propri precedenti diretti, invero non particolarmente fortunati, nel Fondo Atlante e della società per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese. Cfr., da ultimo, A. PISANESCHI, *La Cassa depositi e prestiti: le recenti mutazioni e le problematiche del turnaround industriale*, in questa *Rivista*, 2021, p. 92 ss. Sul funzionamento della società *turnaround*, si veda M. MACCHIA, *La società turnaround, ossia per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese in crisi*, in *Riv. giur. mezz.*, 2016, p. 747 ss.

maggiore interesse. Come si è detto, nell'ultimo ventennio l'istituto ha infatti avviato anche una complessa attività di gestione e valorizzazione economica di partecipazioni azionarie dirette e indirette, con il risultato di trovarsi oggi al centro di una galassia di società talmente estesa da richiamare, con sempre più frequenza, il parallelo con il modello dell'Iri.

Per inquadrare tali partecipazioni, non ricorrendo alla statica distinzione tra società partecipate quotate e non quotate, sono state individuate tre categorie: le partecipazioni «strutturalmente strategiche», le partecipazioni «strumentali al sostegno dell'economia» e le partecipazioni conseguenti alle acquisizioni di Cdp Equity (già Fondo Strategico Italiano), a cui è utile fare riferimento<sup>32</sup>.

Le partecipazioni «strutturalmente strategiche» sono detenute da Cdp Industria<sup>33</sup> e da Cdp Reti, e su esse Cdp esercita la direzione e il coordinamento<sup>34</sup>. Attraverso la prima, Cdp possiede il 71,32% di Fincantieri e il 12,55% di Saipem, mentre attraverso la seconda Cdp partecipa al 31,3% del capitale sociale di Snam (che possiede una quota partecipativa pari al 13,50% in Italgas), al 29,85% del capitale sociale di Terna e al 26,04% del capitale sociale di Italgas<sup>35</sup>.

Le partecipazioni «strumentali al governo dell'economia» sono detenute da Cdp Immobiliare<sup>36</sup>, Cdp Investimenti<sup>37</sup>, sottoposte alla direzione e al coordinamento della Cdp, e da Fintecna<sup>38</sup>. Mediante Cdp Immobiliare, la Cdp detiene il 100% delle partecipazioni in Alfiere e Pentagonama Perugia, il 50% in Manifatture Milano, l'82,62% in Residenziale Immobiliare 2004 e il 40% in M.T. Manifattura Tabacchi.

Sempre nell'ambito di tali partecipazioni, destinate a supportare la crescita sostenibile e la competitività del sistema paese, va anticipato che il gruppo Sace, specializzato nel settore assicurativo e nel sostegno all'*export* e all'*internalizzazione*, dopo essere stato interamente ceduto dal Mef alla Cdp nel 2012,

---

<sup>32</sup> Ricorre a questa distinzione D. COLACCINO, *Dallo Stato azionista allo Stato investitore: il ruolo della Cassa depositi e prestiti*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, ESI, Napoli, 2015, p. 123 ss.

<sup>33</sup> Cdp industria è stata costituita, quale *holding* di partecipazioni, nel marzo del 2019 ed è interamente partecipata da Cdp.

<sup>34</sup> Cdp Reti è stata costituita nel maggio del 2012 per sostenere lo sviluppo delle infrastrutture di trasporto, stoccaggio e distribuzione del gas naturale e dell'energia elettrica. I suoi principali azionisti sono la Cdp (59,10%), State Grid Europe Limited (35%) e altri investitori istituzionali (5,9%).

<sup>35</sup> Si tratta delle prime partecipazioni trasferite e acquisite dalla Cdp, che costituiscono il nocciolo duro del suo ruolo di *holding*.

<sup>36</sup> Cdp Immobiliare è partecipata al 100% da Cdp. La sua attività riguarda principalmente la valorizzazione del patrimonio immobiliare di proprietà e di provenienza pubblica attraverso operazioni di sviluppo e di riqualificazione urbanistica.

<sup>37</sup> Cdp Investimenti è una società di gestione del risparmio il cui capitale è detenuto, a partire dalla sua istituzione, nel 2009, per il 70% da Cdp e per il 15% ognuna dall'Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio (ACRI) e dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI). La Società gestisce, al 31 dicembre 2019, quattro Fondi immobiliari: il Fondo investimenti per l'abitare, che opera nel settore dell'edilizia privata sociale (*social housing*); il Fondo FIA2 che opera nei settori dello *smart housing* e dello *smart working*; il Fondo Investimenti per la Valorizzazione (FIV), Fondo d'Investimento Alternativo immobiliare multicomparto; il Fondo Investimenti per il Turismo (FIT) e il Fondo Turismo 1 («FT1») dedicati a investimenti immobiliari nei settori turistico, alberghiero e delle attività ricettive.

<sup>38</sup> Fintecna è una società interamente partecipata da Cdp la cui attività è finalizzata all'assunzione, gestione e dismissione di partecipazioni in società o enti, operanti in Italia ed all'estero nei settori industriale, immobiliare e dei servizi.

è in via di riassetto, essendone stato avviato un interessante processo di rientro sotto il controllo ministeriale<sup>39</sup>.

Quanto al terzo gruppo di partecipazioni, cioè quelle frutto delle acquisizioni di Cdp Equity, anch'essa soggetta alla direzione e coordinamento di Cdp, vi è il 18,68% di Webuild, il 18,83% di Bonifiche Ferraresi, il 59,94% di Ansaldo Energia, il 50% di Open Fiber; il 45,95% di Hotel turist; il 70% di CDP Venture Capital SGR, l'88% di Fondo Italiano Investimento SGR; il 40% di Quattro R SGR, il 39% di FSI SGR S.p.A., il 14,01% di Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR, il 57,42% di SIA S.p.a. e il 28,40% di Inalca S.p.a. Attraverso FSI Investimenti S.p.A., partecipata al 77,1% da CDP Equity, detiene il 25,67% di Trevi Finanziaria Industriale S.p.A. (tramite Rocco Forte Hotels Ltd, partecipata dalla FSI Investimenti al 23%), il 70% di FSIA Investimenti S.r.l. (tramite la Kedrion S.p.A., partecipata dalla FSI Investimenti al 25%) e il 50 per cento di IQ Made in Italy Investment Company S.p.A. (tramite la Valvitalia Finanziaria S.p.A., partecipata dalla FSI Investimenti allo 0,50%).

Si deve aggiungere che Cdp Equity ha attualmente in corso di perfezionamento diverse operazioni di significativo spessore politico ed economico, rappresentate, in particolare, dall'ingresso nell'azionariato di Autostrade per l'Italia (ASPI), conseguente alla cessione del pacchetto di controllo di essa da parte di Atlantia<sup>40</sup> e nell'azionariato di Euronext che, all'esito della cessione da parte della London Stock Exchange Group, ha acquisito il gruppo Borsa Italiana<sup>41</sup>, nonché dalla fusione della controllata di Cdp SIA con Nexi, che porterà alla creazione del più grande operatore di pagamenti digitali d'Europa<sup>42</sup>.

Le tre sfere di partecipazioni, appena descritte, non vanno intese in modo rigido, essendovi evidentemente una forte intersezione e sovrapposizione tra obiettivi e ambiti di operatività delle diverse società menzionate.

Nondimeno, le categorie indicate restituiscono un quadro piuttosto fedele dell'attuale morfologia della Cdp quale *holding*, permettendone di isolare un volto "sovrano", costituito intorno alla necessità di mantenere un controllo in

---

<sup>39</sup> Si veda l'art. 3, comma 2, d.l. n. 23/2020 (decreto «liquidità») che ha sottratto Sace alla direzione e al coordinamento della Cdp, pur mantenendo quest'ultima il controllo del gruppo, prevedendo anche un eccentrico meccanismo di consultazioni tra Mef e Cdp per l'assunzione delle decisioni rilevanti. A tale disposizione è seguita poi quella dell'art. 67, comma 2, d.l. n. 104/2020 (decreto «agosto») che ha previsto, previo accordo tra il Ministero dell'economia e delle finanze e Cassa depositi e prestiti (CDP) S.p.A., che, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, venga ridefinito l'assetto azionario, per riportare Sace sotto il controllo del Mef. L'operazione è stata successivamente autorizzata, con provvedimento del 23 agosto 2021, dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

<sup>40</sup> Oggetto dell'operazione è l'acquisto, da parte del consorzio composto da Cdp Equity, Blackstone Infrastructure Partners (Blackstone) e Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA), dell'intera partecipazione detenuta da Atlantia in ASPI, pari all'88,06% del capitale. La partecipazione in ASPI verrebbe rilevata dal Consorzio tramite una BidCo partecipata da CDP Equity fino al 51% e da Blackstone e MIRA con quote paritetiche per la parte residua.

<sup>41</sup> CDP Equity ha acquisito il 7,3% del capitale azionario di Euronext, al pari della *Caisse des Dépôts et Consignations*, omologa francese di Cdp. In questo modo, Cdp Equity entra a far parte dell'attuale gruppo di azionisti di riferimento della società, che gestisce – oltre a Borsa Italiana – altre sei borse valori in Belgio, Francia, Irlanda, Paesi Bassi, Norvegia e Portogallo con oltre 1.800 società quotate per un totale di 4.400 miliardi di euro di capitalizzazione di mercato. È interessante notare che l'operazione si è intrecciata allo svolgimento di un procedimento istruttorio per valutare l'eventuale esercizio dei *golden powers*, nell'ambito della possibile vendita del gruppo LSEG a Refinitiv; istruttoria che non ha avuto seguito in ragione dell'acquisizione del gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext.

<sup>42</sup> Il 57,42% della quota di partecipazione di SIA è detenuto indirettamente attraverso FSIA Investimenti, società controllata al 70% da FSI Investimenti, il restante 25,7% è detenuto direttamente.

settori nazionali strategici, specie delle *public utilities* a rete, un volto “sociale”, concepito per tentare di riallenare, anche in termini di innovatività, l’economia italiana ai grandi obiettivi di sviluppo e inclusione globali, e uno “industriale”, sviluppatosi in maniera prepotente negli ultimi anni, in virtù della crisi produttiva italiana e del ritorno di dinamiche latamente protezionistiche<sup>43</sup>.

Queste tre sfaccettature esprimono una oscillazione tra innovazione e conservazione, comune alle varie aree di intervento della Cdp, la quale, si è detto, trae origine dalla storia dell’istituto, riflettendosi simmetricamente anche nella sua *governance*.

#### 4. Interessi pubblici e scelte d’impresa: il problema della *governance* della Cassa depositi e prestiti

Per quanto il punto venga tendenzialmente poco considerato, la fine del sistema delle partecipazioni statali<sup>44</sup> non ha affatto reso inattuale la questione dell’indirizzo e del coordinamento organico dell’azionariato pubblico<sup>45</sup>.

Attualmente, il governo delle partecipazioni statali ha carattere «regolamentare» e non «istituzionale»<sup>46</sup>. Non esistono meccanismi stabili di programmazione e direzione delle partecipate statali<sup>47</sup>, posto, ovviamente, che l’attività del Dipartimento del tesoro, quale socio pubblico<sup>48</sup>, non può avere carattere

---

<sup>43</sup> Non va dimenticato che il Fondo Strategico Italiano, poi trasformato in Cdp Equity, che è protagonista di questo rilancio industriale della Cdp, è nato come strumento anti-scalata, per contrastare i tentativi di acquisto, da part dei gruppi francesi Edf e Lactalis di Edison e Parmalat. Cfr., S. BATTILOSSI, *La “nuova” Cassa depositi e prestiti*, cit., pp. 122 e 123, non mancando di rimarcare che, alla fine, le acquisizioni, da parte dei gruppi stranieri, sono state perfezionate.

<sup>44</sup> L’impresa pubblica è stata fondamentale nella storia dell’intervento dello Stato in economia nello scorso secolo (e, in realtà, guardando i numeri sulle grandi industrie in Italia, lo è tuttora). Su di essa, limitandosi ai testi essenziali, hanno scritto M.S. GIANNINI, *Le imprese pubbliche in Italia*, [1958], ora in *Scritti (1955-1962)*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 361 ss., S. CASSESE, *Azionariato di Stato*, in *Enc. dir.*, Giuffrè, Milano, 1959, p. 774 ss., S. CASSESE, *Partecipazioni pubbliche ed enti di gestione*, Edizioni di Comunità, Milano, 1962. P. SARACENO, *Partecipazioni statali*, in *Enc. dir.*, Giuffrè, Milano, 1965, *ad vocem*, F. MERUSI, *Le direttive governative nei confronti degli enti di gestione*, Giuffrè, Milano, 1977, F. ROVERSI-MONACO, *L’attività economia pubblica*, in F. GALGANO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia, La Costituzione economica*, Cedam, Padova, 1997, p. 385 ss. e Id., *La direzione e il controllo delle imprese pubbliche*, p. 483 ss.

<sup>45</sup> D’altronde ha rimarcato già S. CASSESE, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato*, in *Riv. it. dir. publ. com.*, 1996, p. 590, che, all’esito dei processi di privatizzazione, si è sviluppata una «riorganizzazione del governo centrale».

<sup>46</sup> In questo senso, G. NAPOLITANO, *Il ‘governo’ delle società a partecipazione pubblica: regole o istituzioni?*, in R. GAROFOLI-A. ZOPPINI (a cura di), *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, Nel Diritto Editore, Molfetta, 2018, pp. 24-26, soffermandosi sulla possibilità di muovere verso un sistema in grado di assicurare la catena di comando dell’azionariato pubblico.

<sup>47</sup> Questo sempre considerando che la gestione dell’azionariato di Stato va inserita nella cornice dell’indirizzo politico-economico, di cui è responsabile il Governo insieme al Parlamento. A riguardo, U. ALLEGRETTI, *Il governo della finanza pubblica*, Cedam, Padova, 1971; S. MERLINI, *Struttura del governo e intervento dell’economia*, La nuova Italia, Firenze, 1979 e poi, tra i molti, più di recenti, G. DELLA CANANEA, *Indirizzo e controllo della finanza pubblica*, Il Mulino, Bologna, 1996 e G. RIVOSECCHI, *L’indirizzo politico finanziario tra Costituzione italiana e vincoli europei*, Cedam, Padova, 2007.

<sup>48</sup> L’attribuzione del ruolo di azionista al Tesoro si deve all’art. 2, d.l. n. 118/1993 e oggi è confermata dall’art. 9, comma 1, d.lgs. n. 175/2016.

gestionale, dovendo le scelte gestorie essere assunte, nel rispetto delle regole del codice civile, solo dagli amministratori<sup>49</sup>. Questo significa che le società in mano pubblica sono soggette, in pratica, a un'influenza indiretta dell'azionista statale, che si risolve essenzialmente nella nomina e nella revoca degli amministratori e nell'esercizio, su di essi, di una *moral suasion* informale<sup>50</sup>.

A ciò va aggiunto che, in generale, il Ministero dell'economia tende a svolgere la propria funzione di socio pubblico in modo piuttosto conservativo, prestando attenzione soprattutto ai dividendi che può trarre dalle partecipazioni<sup>51</sup>. Ciò anche perché, oltre alle limitazioni imposte dal diritto comune, sussiste, per molte società in mano pubblica, una sovrapposizione tra i compiti di vigilanza e di regolamentazione, attribuiti a vari dicasteri, e quelli dell'azionista, propri del Dipartimento del tesoro, che porta a indebolire ulteriormente la posizione di quest'ultimo<sup>52</sup>.

Il risultato è che, nell'ultimo trentennio, la gestione dell'azionariato pubblico è apparsa muoversi «senza linee definite»<sup>53</sup>, scontando senz'altro il peso della prima stagione di privatizzazioni, nella quale «il linguaggio» della politica industriale non è stato di interesse prioritario per il legislatore<sup>54</sup>.

Inevitabilmente, ciò trova corrispondenza nell'attività e nella *governance* della Cdp.

Per un verso, infatti, il dinamismo della Cdp, agevolato dalla sua natura societaria e dall'essere fuori dal perimetro delle amministrazioni pubbliche, si è andato formando come contrappunto alla staticità (solo in parte impostagli dalle norme) con cui il Ministero dell'economia ha inteso declinare le prerogative dell'azionista statale. Per un altro, la verifica della compatibilità tra i fini strategici e i vincoli economici della gestione delle iniziative della Cdp non si è mai riuscita ad incanalare all'interno di un circuito chiaro, con l'effetto di aver ampliato, in modo sempre più netto con il diversificarsi del ruolo di *holding* dell'i-

---

<sup>49</sup> Non v'è dubbio che, come di recente ribadito da A. GUACCERO, *Le limitazioni della libertà decisionale dell'organo rappresentativo delle istanze «proprietarie» nelle società a partecipazione pubblica*, in *An. giur. ec.*, 2015, p. 421, la presenza dello Stato nella compagine proprietaria di una società si accompagna alla possibilità di configurare i processi decisionali e il funzionamento degli organi sociali in modo peculiare. Nondimeno ciò non comporta, come pure sostenuto da alcuni «un allargamento della causa sociale in senso pubblicistico». Cfr. A. PERICU, *Artt. 2449-2450 c.c.*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Jovene, Napoli, 2004, pp. 1298 e 1299.

<sup>50</sup> Già nei primi anni Settanta, del resto, era stato osservato con la caduta del principio della sovranità dell'assemblea, la direzione dell'impresa dai soci si è spostata al consiglio di amministrazione, portando a una prima manifestazione della «direzione manageriale» dell'impresa societaria. Cfr. F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato e classi sociali*, Il Mulino, Bologna, 1974, pp. 84 e 85, il quale fa riferimento al fenomeno della «separazione tra proprietà e controllo della ricchezza».

<sup>51</sup> Significativo il fatto che, in nessuno dei principali documenti «prescrittivi» di finanza pubblica, vi sia mai menzione al coordinamento e all'indirizzo delle società pubbliche e che, anzi, all'impresa pubblica ci si riferisca solo con riguardo ai processi di privatizzazione.

<sup>52</sup> Cfr. G. NAPOLITANO, *Le Società «pubbliche» tra vecchie e nuove tipologie*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 10 e 11. Si possono fornire gli esempi, tra i vari, dell'Anas, su cui il Ministero dei trasporti e delle infrastrutture, quale concedente, esercita poteri significativi, di Ferrovie dello Stato, nei cui confronti il Ministero dei trasporti detiene il potere di determinare, tramite il contratto di programma, gli aspetti economici del rapporto di concessione, o del Gestore dei servizi energetici (Gse) i cui indirizzi strategici sono definiti dal Ministero dello sviluppo economico.

<sup>53</sup> S. CASSESE, *Governare gli italiani*, cit., p. 289.

<sup>54</sup> G. AMATO, *Privatizzazioni, liberalizzazioni e concorrenza nel sistema produttivo italiano*, in L. TORCHIA-F. BASSANINI (a cura di), *Sviluppo o declino. Il ruolo delle istituzioni per la competitività del paese*, Passigli, Firenze, 2005, p. 39 ss.

stituito, la discrezionalità del *management*, rendendo però quest'ultimo più esposto alle influenze del potere politico del momento<sup>55</sup>.

Questo è dipeso anche dal manifestarsi di fattori ulteriori, e più specifici rispetto a quelli, di sistema, sopra richiamati, i quali hanno inciso sul principale presidio di indirizzo e controllo ordinato della dimensione pubblicistica della Cdp, cioè le regole di funzionamento della gestione separata, acuendo l'ambivalenza dell'intreccio tra la natura privata dell'istituto e l'orizzonte istituzionale entro cui è esso collocato<sup>56</sup>.

A riguardo, si è assistito a una parziale erosione della differenza stessa tra gli ambiti di operatività delle due gestioni<sup>57</sup>, resa palese dall'aver concesso di ricorrere ai fondi della gestione separata per realizzare «ogni altra operazione di interesse pubblico permessa dallo statuto», tramite una molteplicità di strumenti, inclusi il rilascio di garanzie, l'assunzione di capitale di rischio o di debito, la concessione di finanziamenti, anche a favore di imprese e attraverso l'intermediazione creditizia<sup>58</sup>.

L'ampliamento dell'area della gestione separata ha condotto a far progressivamente afferire a essa attività molto distanti dalle tradizionali iniziative di finanziamento delle amministrazioni pubbliche<sup>59</sup>, come testimoniato dalla possibilità di utilizzare la provvista postale per acquistare partecipazioni in imprese strategiche<sup>60</sup> o, da ultimo, dalla tendenziale riconducibilità del Patrimonio Rilancio alla gestione separata<sup>61</sup>.

Al contempo, tuttavia, il vincolo politico-amministrativo, che dovrebbe insi-

---

<sup>55</sup> Evidenza F. BASSANINI, *op. ult. cit.*, pp. XV e XVI che un fattore di bilanciamento è stato costituito dalla presenza nell'azionariato delle fondazioni di origine bancaria, le quali si sono dimostrate in grado di orientarsi su obiettivi di lungo periodo, arginando alcune manifestazioni di ingerenza politica. Va tuttavia aggiunto che il progressivo spostarsi della Cdp verso la dimensione da *holding industriale* e non da banca di sviluppo potrebbe mettere ai margini, in termini di influenza, la posizione delle fondazioni. A riguardo, su queste due opzioni di sviluppo della Cdp, con una netta preferenza per l'idea che l'istituto si sviluppi come un grande fondo che finanzia soprattutto iniziative di internazionalizzazione e innovazione, A. NINNI, *Il ritorno dello Stato guida (e oltre) in politica industriale*, in *Ec. e pol. ind.*, 2013, p. 141 ss.

<sup>56</sup> L'interrogativo sull'esistenza di profili di rischio nell'ampliare il raggio di movimento della Cdp, quanto all'uso di risorse private e alla gestione di partecipazioni industriali, è stato posto, tra i vari, anche da A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero «ai posteri l'ardua sentenza»*, in *Merc. conc. e reg.*, 2013, p. 287 ss. e da M.T. SALVEMINI, *La posizione della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Riv. giur. del Mezzogiorno*, 2015, p. 681 ss.

<sup>57</sup> Peraltro, in sé, criticata anche da chi, come F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, in *Merc. Conc. E reg.*, 2004, p. 363, ha visto nella segmentazione delle risorse, all'interno di un'unica attività e di un unico patrimonio, una soluzione più blanda rispetto a quella offerta da una vera e propria segregazione. Nello stesso senso anche L. DIOTALLEVI, *Natura giuridica della Cassa Depositi e Prestiti e accertamenti dell'Ufficio tecnico erariale in una sentenza del Tribunale civile di Roma*, in *Giur. Cost.*, 2011, p. 4766 ss.

<sup>58</sup> Cfr. Art. 22, d.l. n. 185/2008 e art. 3, comma 4-bis, d.l. n. 5/2009.

<sup>59</sup> Particolarmente utile è, sul punto, la lettura dell'ultima Relazione finanziaria annuale della Cdp disponibile (riferibile al 2020), dalla quale emerge, oltre alla rilevata prevalenza della gestione separata rispetto all'ordinaria, la situazione della Cdp in termini di rischio del credito e l'aumento dello stato delle esposizioni di essa in gestione sperata, negli ultimi anni, specie verso i principali gruppi bancari operanti in Italia.

<sup>60</sup> Cfr. art. 5, comma 8-bis, d.l. n. 269/2003, introdotto dal d.l. n. 34/2011.

<sup>61</sup> Si noti che, a fronte del silenzio della disciplina istitutiva del Patrimonio Rilancio, la riconducibilità di esso alla gestione separata può essere desunta da una serie di elementi significativi, come la presenza della garanzia dello Stato e l'utilizzo di una provvista pubblica, sebbene non esclusiva e non derivante dal risparmio postale. In questo senso anche V. MINERVINI, *L'improvvisa «accelerazione» (post COVID) dell'azionariato di Stato. Il patrimonio destinato di cui all'art. 27 D.L. Rilancio*, in *Giur. Comm.*, 2021, spec. P. 239 ss. e A. PISANESCHI, *op. cit.*, p. 106.

stere soprattutto sulla gestione separata, ha conosciuto anche rilevanti mitigazioni, a partire dalla formale esclusione del potere di indirizzo del Mef con riferimento alle partecipazioni detenute da Cdp in società controllate che gestiscono infrastrutture di rete di interesse nazionale nel settore dell'energia e nelle loro società controllate, che costituiscono uno degli *asset* fondamentali del portafoglio dell'istituto<sup>62</sup>. Tutto questo mentre la Commissione parlamentare di vigilanza sulla gestione separata, rimasta attiva dal 1983, ha svolto, di fatto, un ruolo blandamente informativo<sup>63</sup>, senza mai muovere verso un controllo diverso (e cioè politico), rispetto a quello già esercitato, con più puntualità e sul piano tecnico-contabile, dalla Corte dei conti<sup>64</sup>.

Lo scenario che si delinea è allora quello di una poco decifrabile guida tecnico-politica della Cdp, caratterizzata da una operatività, «in parallelo» delle «funzioni di indirizzo, gestione e controllo»<sup>65</sup>. La scarsa intellegibilità dei flussi decisori, in particolare quanto al trasferimento delle opzioni politiche in scelte d'impresa, conferma, insomma, il dubbio che l'istituzione oscilli tra autocefalia e soprattutto etero-direzione, lasciando insoluto il problema della sua *accountability*, non essendo sufficiente, a garantire quest'ultima, il solo giudizio del mercato<sup>66</sup>.

Il problema di conferire trasparenza e stabilità agli indirizzi pubblici della Cdp, senza scarificare l'autonomia d'impresa, non giunge inatteso, riproponendo il vecchio dilemma di come dare forma a un governo dell'economia che contemperi le «opposte esigenze: quella, da un lato, di una direzione politica del processo economico e quella, dal lato opposto, del rispetto del mercato e delle sue leggi»<sup>67</sup>.

Di recente, esso è stato affrontato anche in termini strettamente di diritto societario, prospettando una gamma di possibili soluzioni, come: inserire gli obiettivi più specifici di azione della Cdp nello statuto, in un atto di indirizzo dell'assemblea, ovvero direttamente in un atto normativo; prevedere, quanto alla *corporate governance* dell'istituto, uno scaglionamento dei mandati degli amministratori per immunizzarli dagli effetti delle fluttuazioni politiche, oppure

---

<sup>62</sup> Art. 15, legge n. 27/2012, nonché art. 6 e art. 15, comma 2, dello Statuto della Cdp. Nella medesima prospettiva, hanno poi inciso anche le regole di diritto comune che, attribuendo il potere di indirizzo, spesso tradotto nella direzione e coordinamento, ex art. 2497 c.c., al solo azionista controllante, hanno depotenziato l'intensità dell'influenza ministeriale sulle partecipazioni della Cassa.

<sup>63</sup> Di ciò si può avere contezza leggendo le estremamente scarse e per lo più ricognitive relazioni dell'organo, disponibili su [https://www.cdp.it/sitointernet/it/comm\\_parlam\\_vigilanza.page](https://www.cdp.it/sitointernet/it/comm_parlam_vigilanza.page).

<sup>64</sup> Di avviso parzialmente diverso A. ZITO, *La Commissione di vigilanza sulla Cassa depositi e prestiti: il Parlamento e le nuove forme di intervento pubblico nell'economia*, in *Federalismi*, 2021, p. 274 ss., il quale ritiene che, specialmente nelle legislature XVII e XVIII, la Commissione di vigilanza abbia mostrato una rinnovata vitalità. Va detto che l'autore stesso riconosce che tale attivismo ha assunto essenzialmente la forma di iniziative conoscitive, sottolineando altresì che la Commissione ha una funzione di ausilio al Parlamento. Ed è in tale connotazione della Commissione che, con ogni probabilità, si può individuare la sua debolezza, la quale non deriva tanto dalle caratteristiche dell'organo in sé quanto dell'essere servente rispetto al Parlamento, da tempo scarsamente incisivo nelle materie della programmazione economica, a scapito soprattutto del Governo.

<sup>65</sup> M. MACCHIA, *La Cassa depositi e prestiti tra i diritti delle reti di nuova generazione*, in *Munus*, 2014, p. 96.

<sup>66</sup> È condivisibile quindi la notazione di G. CARUSO, *Il socio pubblico*, Jovene, Napoli, 2016, per il quale i profili pubblicistici dell'intervento in economia, comunque presenti, si trovano a venire «dissimulati» accordando rilievo formalmente prioritario al perseguimento di obiettivi strettamente economici.

<sup>67</sup> F. GALGANO, *op. cit.*, pp. 459, 460.

adottare il modello dualistico tedesco, che isola gli amministratori dall'assemblea dei soci; creare meccanismi di *discovery* pubblica delle comunicazioni tra organi politici e il *management*; far siglare contratti di missione tra Cdp e le sue controllate<sup>68</sup>.

Si tratta di proposte interessanti, che rimandano evidentemente anche al rilevante dibattito sugli scopi dell'impresa azionaria e del rapporto tra gli interessi degli azionisti e il governo societario<sup>69</sup>. Esse, tuttavia, come si dirà di seguito, paiono scontare il limite dato dal considerare la la Cdp in modo isolato, lasciando solo sullo sfondo le conseguenze complessive che scaturiscono dal coinvolgimento diretto del potere pubblico nelle dinamiche economiche.

## 5. La Cassa depositi e prestiti tra finanziarizzazione del capitalismo e ritorno della questione industriale

Nell'ultimo trentennio, sulla spinta europea e anche in ragione delle degenerazioni clientelari e delle storture degli anni Settanta e Ottanta, la legittimazione della programmazione economica e della politica industriale è stata messa in forte discussione, per poi essere quasi del tutto esclusa<sup>70</sup>.

Ne è conseguita un'attenzione dominante verso l'efficienza statica dei mercati, perseguita soprattutto con politiche di liberalizzazione e di tutela della concorrenza, a scapito del ricorso a un approccio combinatorio, capace di includere anche l'obiettivo dell'aumento dell'efficienza dinamica, da raggiungere soprattutto tramite politiche strutturali di promozione mirata dell'innovazione<sup>71</sup>.

La presenza pubblica nell'economia ha dunque mutato, in modo tutt'altro che superficiale, i suoi tratti ma non è andata comunque scomparendo<sup>72</sup>. Lo

---

<sup>68</sup> Il riferimento è al *working paper*, presentato, nel 2020, nell'ambito delle proposte per la giustizia sociale del Forum disuguaglianze e diversità, da L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *Governance pubblica e privata delle politiche pubbliche per obiettivi: una proposta di riforma della governance della Cassa Depositi e Prestiti*, già in *Giur. comm.*, 2019, p. 1014 ss.

<sup>69</sup> La letteratura in merito è ovviamente troppo vasta perché se ne possa dare conto. Riferendosi a lavori recenti, si può richiamare U. TOMBARI, *Poteri e interessi nella grande impresa azionaria*, Giuffrè, Milano, 2019 e la correlata nota di lettura di C. ANGELICI, "Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Rivista delle società*, 2020, p. 4 ss, nonché a K.J. HOPT-R. VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 921 ss.

<sup>70</sup> Se si escludono gli studi degli economisti industriali, il dibattito internazionale sul ruolo economico (non meramente regolatorio) dello Stato è stato rianimato dall'ormai notissimo lavoro di M. MAZZUCCATO, *Lo Stato innovatore*, Laterza, Roma-Bari, 2015 (ed.it.). In Italia, negli anni passati, si è oltretutto assistito anche al prodursi di una qualche confusione concettuale sullo stesso concetto di politica industriale, a cui non è andata immune anche la Corte costituzionale. Sul punto, anche per un esame della giurisprudenza della Consulta in materia, M. RAMAJOLI, *La regolazione amministrativa dell'economia e la pianificazione economica nell'interpretazione dell'art. 41 della Costituzione*, in *Dir. amm.*, 2008, p. 121 ss. ed E. BRUTI LIBERATI, *Politica della concorrenza e politica della regolazione*, in *Riv. reg. merc.*, 2015, p. 1 ss.

<sup>71</sup> Cfr. E. FELICE-A. NUVOLARI-M. VASTA, *Alla ricerca delle origini del declino economico italiano*, in *L'industria*, 2019, pp. 217 e 218 e F. ONIDA, *Il problema italiano*, in F. BASSANINI-G. NAPOLITANO-L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, Il Mulino, Bologna, 2021, p. 231 ss.

<sup>72</sup> Si tali mutamenti, si veda, su tutti, M. D'ALBERTI, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 2008, p. 45 ss. e S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, in S. CASSESE (a cura di), *La nuova costituzione economica*, Laterza, Roma-Bari, 2021, p. 389 ss.

testimonia il fatto che le principali grandi imprese nazionali restano a controllo pubblico<sup>73</sup>, nonché la circostanza che, lo Stato, oltre a finanziare assiduamente le attività produttive, è chiamato, di continuo, a intervenire, in via emergenziale, per salvare imprese in crisi<sup>74</sup>.

Il capitalismo italiano, insomma, è andato a occupare, sempre più chiaramente, una posizione che, da tempo, era stata identificata come mediana tra il «capitalismo guidato» francese e quello «ordinato» tedesco e il cui tratto essenziale si rinviene in una presenza, quantitativa e qualitativa, rilevante della mano pubblica, senza che tuttavia l'impronta statale si risolva in una volontà di programmare e dirigere esplicitamente i percorsi della produzione e dei servizi<sup>75</sup>.

Nel consolidarsi di questo assetto del capitalismo italiano, dominato da una pervasiva compresenza di una disciplina di condizionamento e di promozione delle attività economiche, in assenza di un disegno di guida organico, la Cdp ha giocato un ruolo crescente e viepiù multiforme<sup>76</sup>.

La Cassa si è mossa in coerenza con i cambiamenti strutturali che hanno investito i mercati e i termini della loro regolazione pubblica, innovando e agendo validamente, come si è sopra ricordato, da banca istituzionale di investimento e da catalizzatore dello sviluppo infrastrutturale, secondo un modello comune ai principali Stati europei e in un'ottica di modernizzazione del paese<sup>77</sup>. Essa ha inoltre contrastato alcune delle più acute distorsioni della finanziarizzazione dell'economia, tra le quali la necessità di ottenere guadagni rapidissimi, per lo più investendo in mercati azionari scollegati dal mondo della produzione industriale, opponendo al diffondersi dello *short-termism* un'attitudine da «investitore paziente»<sup>78</sup>.

Se questo è vero, va però anche riscontrato che la storia recente dell'istituto è attraversata da una tensione irrisolta, acuita dalla presente crisi. Tale tensione è principalmente il riflesso delle contraddizioni e delle reticenze delle attuali modalità di intervento pubblico in economia e di essa si trova traccia in diversi profili del coinvolgimento massiccio dell'istituto nel terreno più stretta-

---

<sup>73</sup> Si leggano, in questo senso, i dati e le considerazioni di F. AMATORI-M. PERUGINI, *La grande impresa fra continuità e trasformazione*, in F. AMATORI-M. D'ALBERTI (a cura di), *L'impresa italiana*, Treccani, Roma, 2020, p. 3 ss.

<sup>74</sup> A riguardo, sia consentito il richiamo ad A. AVERARDI, *Potere pubblico e politiche industriali*, Jovene, Napoli, 2018, p. 285 ss.

<sup>75</sup> In questi termini, in modo assai lungimirante, N. BELLINI, *Stato e industria nelle economie contemporanee*, Donzelli, Roma, 1996, p. 97, rimarcando come tale situazione aprisse la strada a «un complesso sistema di scambio tra potere politico e soggetti economici».

<sup>76</sup> Una ricostruzione non solo della storia ma anche delle più recenti linee di azione dell'istituto si può trovare, da ultimo, in P. BRICCO, *Cassa depositi e prestiti. Storia di un capitale dinamico e paziente. Da 170 anni*, Il Mulino, Bologna, 2020.

<sup>77</sup> Lo ricordano M. DE CECCO-G. TONIOLO, *op. cit.*, pp. 37 e 38.

<sup>78</sup> In questo senso, F. NINNI, *op. ult. cit.*, p. 141 ss. Le analisi, nelle diverse discipline, degli impatti della finanziarizzazione dell'economia sono innumerevoli e non se ne può dare conto in modo esaustivo. Tra chi se n'è occupato in Italia vale la pena richiamare L. GALLINO, *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*, Einaudi, Torino, 2011 e M.R. FERRARESE, *Promesse mancate. Dove ci ha portato il capitalismo finanziario*, Il Mulino, Bologna, 2017, mentre nella letteratura straniera si può rimandare, oltretutto al molto noto lavoro di T. PIKETTY, *Il capitale nel XXI Secolo*, Bompiani, Milano, 2014 (trad. it.), a W. STREECK, *Tempo guadagnato. La crisi rinviata del capitalismo democratico*, Feltrinelli, Milano, 2013 (trad. it.), al più radicale P. DARDOT-C. LAVAL, *La nuova ragione del mondo. Critica della razionalità neoliberista*, DeriveApprodi, Roma, 2013 (trad. it.) e al più recente F.L. BLOCK, *Capitalismo. Il futuro di un'illusione*, Il Mulino, Bologna, 2021.

mente industriale, specie come *holding* di partecipazioni strategiche e quale *player* attivo nelle ricapitalizzazioni societarie<sup>79</sup>.

Allargando lo sguardo, appare necessario ricordare che, dal momento in cui, nella riflessione sulle priorità industriali ed economiche delle imprese, vi entra il tema del ruolo dello Stato, il discorso necessariamente si sposta dal solo piano dell'articolazione organizzativa e del campionario degli strumenti a disposizione, a quello dei fini e degli obiettivi da realizzare<sup>80</sup>. Detto altrimenti, il ragionamento intorno alle opzioni industriali pubbliche non può non investire la questione di "chi decide" della politica industriale, "perché", con quali "regole" e "scopi", giacché – e questo è il punto centrale – gli stessi obiettivi e i mezzi con cui perseguirli mutano a seconda della natura del decisore, anche considerato che il soggetto-politico pubblico può bene assumere un punto di vista differente da quello del soggetto-impresa e che i parametri di valutazione dell'operato dell'uno e dell'altro non necessariamente coincidono<sup>81</sup>.

Ora, sotto questi profili, non va trascurato che, anche ritenendo il raggiungimento dell'efficienza statica dei mercati compatibile con interventi macroeconomici<sup>82</sup>, capaci di accelerare il cambiamento strutturale della manifattura e dei servizi, la politica industriale, nel suo nucleo essenziale, resta l'elaborazione di «strategie che influenzano deliberatamente la trasformazione e la riorganizzazione industriale dei settori e dei paesi»<sup>83</sup>. Operare scelte di politica industriale, specialmente ai fini di rideterminare la domanda interna, significa allora selezionare interessi e priorità pubbliche *generali*, muovendosi in un orizzonte che va oltre la mera azione *puntuale* di facilitazione complementare, indirettamente incentivante le condotte dei privati, o di finanziamento della ricerca di base e delle infrastrutture<sup>84</sup>.

---

<sup>79</sup> Di cui *supra*, par. 3.

<sup>80</sup> Così già P. BARCELLONA-A. CANTARO, *Intervento pubblico, politica industriale e programmazione*, in L. PENNACCHI (a cura di), *L'industria italiana. Trasformazioni strutturali e possibilità di governo politico*, Franco Angeli, Milano, 1981, p. 356.

<sup>81</sup> IBIDEM, 356. Sebbene da un'angolazione non perfettamente coincidente con quella a cui si farà riferimento di seguito, ha rilevato in particolare l'impossibilità di considerare l'efficienza un parametro unico o un «monolite» capace di valutare l'operato delle società a partecipazione pubbliche e delle amministrazioni socie anche M. DUGATO, *Le società a partecipazione pubblica tra efficienza e responsabilità*, in *Munus*, 2016, p. 521 ss.

<sup>82</sup> In merito, richiamando le categorie schumpeteriane di efficienza statica e dinamica, e collocandole nell'alveo dell'economia della conoscenza, appunto per evidenziarne la reciproca compatibilità, C. ANTONELLI, *Una proposta di politica industriale*, in L. PENNACCHI-R. SANNA (a cura di), *Riforma del capitalismo e democrazia economica. Per un nuovo modello di sviluppo*, Ediesse, Roma, 2015, p. 311 ss. Del resto, come rimarcato di recente anche da R. DIPACE, *Politiche e strumenti amministrativi per lo sviluppo economico*, in *Dir. amm.*, 2020, p. 903 ss., una programmazione economica, che porti allo sviluppo di politiche per obiettivi strategici, non deve affatto intendersi come antinamica alla regolazione condizionale, dovendosi a essa piuttosto necessariamente affiancare. Va peraltro aggiunto che, come osservato da E. BRUTI LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati tecnica politica e democrazia*, Giappichelli, Torino, 2019, spec. p. 206, anche la regolazione condizionale, tipicamente volta a obiettivi di efficienza statica, svolge un ruolo di indirizzo della dinamica economica in senso conforme all'interesse generale.

<sup>83</sup> La citazione è tratta da A. JACQUEMIN, *La nuova economia industriale: meccanismi di mercato e comportamenti strategici*, Feltrinelli, Milano, 1989 (trad. it.) ed è richiamata, per intero, da F. MOSCONI, *Tessendo la tela della nuova politica industriale europea. Il caso di Italia, Germania e Francia*, in *L'industria*, 2019, p. 614.

<sup>84</sup> La cui importanza, ovviamente, non è affatto da tralasciare, dovendo anzi, tale azione, essere perfezionata, come rilevato, da ultimo, da S. DEL GATTO, *Poteri pubblici, iniziativa economia e imprese*, Roma Tre University Press, Roma, 2019, spec. p. 204 ss. e da F. BASSANI-G. NAPOLITANO-L. TORCHIA nell'introduzione al volume *Lo Stato promotore*, cit., p. 9 ss. Re-

Assunta tale prospettiva, si può comprendere come la rinuncia o la difficoltà dello Stato di definire, in sede politica, la domanda complessiva di interventi industriali ed economici, e di darvi attuazione, con una pluralità di strumenti, abbia portato a riversare sulla Cassa, non di rado in via emergenziale, compiti anche molto distanti da quelli in linea con la sua missione originaria<sup>85</sup>.

Ciò ha imposto inevitabili mutamenti e qualche forzatura delle stesse “regole d’ingaggio” dell’istituto nelle vicende economiche nazionali, come testimoniato, solo per riferirsi all’ultimo e più significativo esempio, dallo smottamento dell’argine del divieto di investire in imprese in squilibrio economico-finanziario, avutosi con la costituzione del Patrimonio Rilancio<sup>86</sup>.

Certo, l’azione della Cdp, anche nel caso appena citato, è sempre contornata da numerose cautele, tra l’altro non esenti da possibili critiche, come per la scelta di escludere *tout court*, in via normativa, che le imprese possano vantare diritti o interessi legittimi rispetto all’intervento del Patrimonio Rilancio<sup>87</sup>.

A ogni modo, l’aspetto emblematico dello strumento in questione, che qui vale la pena considerare, concerne principalmente il meccanismo di selezione degli investimenti a favore dei privati, che si sostanzia, come è stato rilevato, in una valutazione di finanziamento imperniata sulla «singola iniziativa imprenditoriale», di cui si esamina «l’intrinseco equilibrio economico-finanziario»<sup>88</sup>. Se ne ricava che la logica industriale dell’intervento del Patrimonio Rilancio, se dovesse trovarsi disancorata da una programmazione, di medio e lungo termine, finirebbe necessariamente per appuntarsi solo sulla singolarità dei casi, nel quadro canonico della *business judgment rule*<sup>89</sup>. Sicché, paradossalmente, si rischierebbe di assistere, da una parte, alla messa in tensione delle regole a presidio della concorrenza e al potenziale “spiazzamento” degli operatori privati per via dell’intervento pubblico<sup>90</sup>, mentre, dall’altra, al depotenziamento dell’eventuale efficacia sistemica del sostegno pubblico<sup>91</sup>, e all’esclusione della possibilità che l’investimento statale contempli, nel suo in-

---

sta tuttavia anche vero che, in assenza di una politica dei fattori, la produttività nazionale finisce per coincidere, in modo pressoché perfetto, con la semplice somma della produttività delle imprese.

<sup>85</sup> Cfr. A. PISANESCHI, *op. cit.*, p. 109, il quale solleva anche il problema del *know how* dell’istituto rispetto all’esercizio di tali attività.

<sup>86</sup> Su cui, anche, V. TURCHINI, *I fondi gestiti da società partecipate: le novità del Fondo Patrimonio PMI di Invitalia e del Patrimonio Rilancio gestito da CDP*, in *Lo Stato promotore*, cit., 148 ss.

<sup>87</sup> Art. 27, comma. 1, del d.l. n. 34/2010.

<sup>88</sup> Così A. ZOPPINI, *Note sparse a margine del patrimonio destinato di Cassa Depositi e Prestiti*, *Rivista delle società*, 2020, p. 961.

<sup>89</sup> Il cui corollario, come rimarcato da M.R. FERRARESE, *Le imprese: dalla terraferma dell’economia agli incerti mercati finanziari*, in *L’impresa italiana*, cit., p. 140, consiste nell’allontanamento dalla concezione industriale dell’impresa e nella tendenza a non reinvestire in essa ma nell’incrementare profitti e dividendi. Si aggiunga, oltretutto, che questa dinamica, là dove, come accade in molti casi in Italia, si manifesti in presenza di investitori stranieri porta, di fatto, a spostare la ricchezza prodotta all’estero.

<sup>90</sup> Tale affermazione trova solido sostegno nell’art. 27, comma 13, d.l. n. 34/2010, che attribuisce un regime fiscale di vantaggio davvero eccentrico al Patrimonio Rilancio. Sul problema della compatibilità dell’intervento in economia tramite il Patrimonio Rilancio con le regole pro-concorrenziali si è appuntato, con notazioni alquanto critiche, V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato. Lineamenti delle ricapitalizzazioni emergenziali*, Giappichelli, Torino, 2020, spec. p. 73 ss.

<sup>91</sup> Questo anche considerato che difficilmente la Cdp diventerà socia di maggioranza nelle varie società per azioni; ipotesi che risulta poi praticamente impossibile ove l’investimento si rivolga nelle cooperative, per via del voto capitario.

sieme, un concetto di efficienza sociale non coincidente con quello di semplice efficienza economica<sup>92</sup>.

Non va peraltro sottaciuta l'eventualità che, così come il ricorso al Patrimonio Rilancio nel *framework* temporaneo non ha prodotto alcuna operazione<sup>93</sup>, l'utilizzo di tale patrimonio destinato, anche in fase ordinaria, possa avvenire in misura molto più limitata di quanto atteso<sup>94</sup>. D'altra parte, la reale attrattività dello strumento dipenderà, in modo inevitabile, dall'andamento (oggi in notevole crescita) del credito bancario alle imprese e dall'eventuale presenza di altre misure pubbliche, idonee, oltre la fase emergenziale, a promuovere processi di ristrutturazione aziendali rapidi e capaci di spingere al riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese mediante il ricorso a incentivi alla ricapitalizzazione<sup>95</sup>.

Discorsi comparabili a quelli fatti per tale profilo "industriale" della Cdp sono validi anche per la costruzione del ruolo di *holding* di partecipazioni pubbliche dell'istituto e per la questione del governo della corrispondente galassia societaria, di cui si è già detto.

A riguardo, vale solo la pena ribadire che Cdp, nei limiti delle proprie possibilità, ha positivamente proceduto a cercare di porre dentro una rete di relazioni coerenti le diverse partecipate dello Stato, sopperendo anche a una certa inerzia del Tesoro<sup>96</sup>. Al contempo però, e fermo restando che la Cassa opera in una logica di *holding* finanziaria e non di gruppo industriale integrato, l'assenza di strumenti capaci di orientare *ex ante*, in modo esplicito, informato e trasparente, la missione industriale verso obiettivi comuni all'intero sistema economico del paese, fa sì che la proiezione pubblica dell'istituto sia rimessa all'interpretazione del *management* e i rapporti, per lo più informali, tra esso e la politica<sup>97</sup>.

---

<sup>92</sup> Posto che l'efficienza dell'impresa pubblica dovrebbe distinguersi da quello dell'impresa privata, dovendo misurare, fuori dal parametro del bilancio e dei dividendi, le esternalità generate su lavoratori, banche, fornitori, territorio e istituzioni. Lo ricorda, in modo non isolato, S. BIASCO, *L'idea di impresa pubblica nel mutare del clima culturale*, in *Italianieuropei*, 2017, p. 1 ss. A un livello più generale, la riflessione sulle finalità sociali da conferire al capitalismo è stata recentemente ripresa, tra gli altri, da L. PENNACCHI, *Democrazia economica. Dalla pandemia a un nuovo umanesimo*, Castelvecchi, Roma, 2021, spec. p. 72 ss.

<sup>93</sup> È chiaro che le misure introdotte per rispondere all'emergenza pandemica, tra cui la concessione di trasferimenti a fondo perduto, di garanzie pubbliche su finanziamenti, nonché l'estensione della cassa integrazione, il differimento degli oneri tributari e contributivi e la moratoria sui prestiti, hanno reso per le imprese marginale l'opzione di ricorrere a una forma di supporto, come quella offerta dal Patrimonio Rilancio, sia per le condizionalità che la caratterizzano che per la complessità dell'attivazione dell'ausilio.

<sup>94</sup> Un primo segnale, in questo senso, si può ricavare dalla previsione dell'art. 7-sexies della legge n. 156/2021 che, con un meccanismo di condizionalità, che prevede una necessaria sottoscrizione di risorse aggiuntive da parte di investitori istituzionali, inclusa Cdp, ha destinato due miliardi, originariamente iscritti in conto residui nel bilancio del Mef come risorse per il Patrimonio Rilancio, al Mise, al fine di rafforzare il Fondo Nazionale Innovazione. Il trasferimento di risorse è senz'altro volto a sviluppare il *venture capital*, attraverso cui opera tale Fondo, ma in esso si può leggere è anche un segnale della tortuosità che sta connotando il percorso di attivazione del Patrimonio Rilancio.

<sup>95</sup> L'importanza di questi profili è stata recentemente sottolineata da Banca d'Italia nell'*Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, tenutasi il 19 marzo 2021 alla Camera dei deputati disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/De-Vincenzo-18.03.2021.pdf>.

<sup>96</sup> Ciò è valso soprattutto per le società sulle quali Cdp esercita direzione e coordinamento, come per il caso di Cdp Industria. Particolarmente rilevante è poi il caso di Cdp Reti, essendo, come si è detto, strutturata per la *partnership* industriale con soggetti esteri.

<sup>97</sup> Si tratta di una delle interessanti considerazioni formulate del gruppo di studio (composto,

Da qui discende una complessiva dispersione della capacità delle società partecipate di incidere sul sistema nazionale integrato delle filiere produttive, nonché la stessa difficoltà di fornire un giudizio sulle scelte di investimento della Cdp, delle quali, in effetti, può accadere di cogliere la razionalità economica ma meno la logica complessiva di fondo e la correlata proiezione strutturale per l'economia italiana<sup>98</sup>.

## 6. L'azionariato di Stato e la Cassa depositi e prestiti davanti alla sfida del Piano nazionale di ripresa e resilienza

L'arrivo dei fondi del piano *Next Generation EU* e l'attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (Pnrr) potrebbero costituire un'occasione preziosa per modellare un moderno profilo della Cassa depositi e prestiti, inserendola all'interno di una nuova visione dell'intervento pubblico in economia che, come è stato sottolineato, non declini più l'idea di rilevanza strategica in rapporto al percorso di specializzazione guidato dai mercati<sup>99</sup>.

In questo scenario, va però rimarcato che un perfezionamento delle funzioni e una ridefinizione delle regole di *governance* della Cdp difficilmente potrebbero essere efficaci se non coincidessero con l'elaborazione di un moderno campionario di mezzi politica industriale e con un ripensamento complessivo dell'organizzazione dell'azionariato statale, anche a livello amministrativo<sup>100</sup>.

Invero, il Pnrr, a una prima lettura, non pare offrire una visione d'insieme chiara né delle future strategie di politica industriale, né del ruolo che, all'interno di esse, potrebbero giocare le società pubbliche<sup>101</sup>. Sarebbe un grave errore, tuttavia, ritenere che le sei «missioni» previste nel piano<sup>102</sup> possano essere declinate in una logica strettamente orizzontale, ricorrendo a molteplici progetti di spesa<sup>103</sup>, senza individuare le principali traiettorie tecnologiche da

---

tra gli altri, da Fabrizio Barca, Edoardo Reviglio e Andrea Roventini) che ha elaborato, per conto del Forum Disuguaglianze e Diversità, il rapporto *Missioni strategiche per le imprese pubbliche italiane, Un'opportunità per guidare lo sviluppo del Paese*, 2020, p. 35 ss. Il documento, anche per la parte di proposte, merita un'attenta lettura.

<sup>98</sup> In questo senso, già G. VIESTI, *Alcuni problemi di governance della politica industriale italiana*, in F. ONIDA-G. VIESTI (a cura di), *La nuova politica industriale*, Passigli, Firenze, 2016, p. 50.

<sup>99</sup> Cfr. C. POZZI-E. CASSETTA, *Politiche industriali e assetti istituzionali per il cambiamento strutturale*, in *L'industria*, 2020, p. 596 e L. CRESTI-M. LUCCHESI-M. PIANTA, *Una politica industriale per il dopo-pandemia in Italia*, *L'industria*, 2020, p. 607 ss. Per una prima ricostruzione dei profili di diritto del Pnrr si veda, invece, M. CLARICH, *Il PNRR tra diritto europeo e nazionale: un tentativo di inquadramento giuridico*, in *Astrid Rassegna*, 2021, p. 1 ss.

<sup>100</sup> Cfr. E. FELICE, U. PAGANO, *Il declino dell'economia italiana. Una riflessione che parte dal pensiero di Marcello De Cecco*, in *L'industria*, 2019, p. 193, sottolineando la percorribilità di una strada che, partendo da riforme della burocrazia e dal ruolo delle imprese statali, conduca verso un modello di sviluppo fondato su innovazione e produzioni ad alto contenuto tecnologico, preferibilmente in un contesto di integrazione delle politiche industriali a livello europeo.

<sup>101</sup> Cfr. M. PIANTA, *La politica industriale al tempo del PNRR*, in *Il Mulino*, 2021, p. 152 ss.

<sup>102</sup> Le missioni previste sono: digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura; rivoluzione verde e transizione ecologica; infrastrutture per una mobilità sostenibile; istruzione e ricerca; inclusione e coesione; salute. Tre sono le priorità trasversali: disparità regionali, disuguaglianze di genere, divari generazionali. Al di là della distinzione tra missioni e priorità trasversali, è evidente che alcune delle missioni, specie quelle riferibili alla digitalizzazione, alla transizione ecologica e all'istruzione e ricerca, hanno carattere orizzontale, riguardando praticamente tutta la società e l'economia.

<sup>103</sup> Non è da sottovalutare il dato, rilevato da Z. DARVAS-S. TAGLIAPIETRA, *Setting Europe's*

imprimere all'industria, i settori sui quali fare leva e i compiti e le responsabilità dei molti attori istituzionali, tra cui la Cdp<sup>104</sup> e le società in mano pubblica, chiamati a dare attuazione alle *policies* attorno a cui far crescere il sistema delle imprese<sup>105</sup>.

Un nodo fondamentale resta allora quello di restituire centralità all'indirizzo e al monitoraggio istituzionale delle imprese pubbliche, liberando anche la Cdp da compiti che appaiono più la stratificazione di scelte dettate da contingenze e ideologie passate e che spingono l'istituto fuori dal suo terreno di sviluppo ideale, che è essenzialmente quello tipico delle banche di promozione<sup>106</sup>.

Esperienze estere a cui guardare non mancano, a partire da quella francese dell'Agence des Participations de l'État (Ape)<sup>107</sup>. Questa potrebbe utilmente essere presa in considerazione, con i necessari adattamenti, e sempre tenendo conto della delicatezza del nuovo contesto globale di riviviscenza dell'interventismo della mano pubblica nell'economia, di cui sono testimonianza, tra l'altro, l'estensione dei *golden powers* in difesa degli interessi nazionali<sup>108</sup> e

---

*economic recovery in motion: a first look at national plans*, in *Bruegel Blog*, 29 aprile 2021, per il quale l'Italia è il paese europeo a spendere per più missioni, fuori dalla transizione ecologica e digitale, che costituiscono gli obiettivi prioritari per l'Ue.

<sup>104</sup> Si deve perciò, senza dubbio, salutare con favore la previsione dell'art. 7-*quinquies*, legge n. 156/2021, che prevede che la Cdp, nell'attuazione degli interventi del Pnrr, possa svolgere un ruolo di supporto e assistenza tecnica operativa alle amministrazioni pubbliche per la gestione di fondi e per attività a ciò strumentali e connesse. Alla luce di quanto si è evidenziato, l'azione della Cdp e, più in generale, delle società in mano pubblica non può però, nell'attuale congiuntura economica, limitarsi alla, pure importante, opera di *advisor* specialistico della burocrazia nazionale e locale.

<sup>105</sup> Interessante, in tale senso, è osservare che in Francia contestualmente alla presentazione del Pnrr, il Governo ha varato anche una nuova strategia industriale, attraverso un piano, dal valore di 30 miliardi, denominato «France 2030» che, per l'appunto, focalizza l'intervento pubblico su di una serie di settori e missioni, in linea peraltro con le ultime indicazioni sulla politica industriale forniti dall'Unione europea.

<sup>106</sup> Nello stesso senso, A. PISANESCHI, *op. cit.*, spec. pp. 107-109.

<sup>107</sup> Il modello francese è stato richiamato da Romano Prodi, facendo riferimento anche all'azione del governo del francese nel settore dell'industria automobilistica e aggiungendo che l'esperienza di oltralpe potrebbe essere trapiantata in Italia con la costituzione di una *sub-holding* in seno a Cdp e con l'adozione del voto plurimo. Cfr. R. PRODI, *Proposte per rilanciare il Paese con una nuova politica industriale*, in *Il Messaggero*, 1° dicembre 2019. Diversamente, la proposta formulata dal gruppo di studio che ha redatto il citato rapporto *Missioni strategiche per le imprese pubbliche italiane, Un'opportunità per guidare lo sviluppo del Paese* si appunta sull'eventuale tripartizione tra «una funzione tecnica», da assegnare a un organo di esperti da costituire in seno al Mef, una «funzione politica», da far esercitare dal Mef in concerto con il Governo e le altre amministrazioni, anche locali, e una «funzione di presidio» essenzialmente da demandare agli amministratori delle imprese. Al di là del contenuto di tali proposte, è evidente che esse hanno come tratto comune la necessità di potenziare il sistema delle partecipazioni statali e, specie per la seconda, di fornirgli una maggiore legittimazione democratica, guardando all'Ape francese. Quanto a quest'ultima, utile, per inquadrarne funzioni e risultati, è la lettura dell'ultimo *Rapport d'Activité, 2018-2019*, disponibile su [https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/agence-participations-etat/Documents/Rapports-de-l-Etat-actionnaire/2019/COR\\_231\\_019\\_RA\\_APE-web.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/agence-participations-etat/Documents/Rapports-de-l-Etat-actionnaire/2019/COR_231_019_RA_APE-web.pdf).

<sup>108</sup> Non è possibile, in questa sede, soffermarsi sull'evoluzione recente del *golden power*, ma vale comunque la pena evidenziare che il progressivo estendersi del campo di applicazione dell'istituto non può essere letto indipendentemente dalla recente tendenza a tornare a ragionare di «campioni nazionali», come dimostra, tra l'altro, la stessa operazione che ha investito la Cdp con riferimento alla London Stock Exchange. A maggior ragione, specie vista la natura amministrativa ma ricca di venature politiche del *golden power*, è quindi opportuno ponderare, in modo mirato, il peso da attribuire all'azionariato di Stato. Da ultimo, sui poteri speciali, si veda A. SANDULLI, *Le relazioni tra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Dir. pubb.*, 2020, p. 405 ss. e, su questa Rivista, A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, 2021, p. 55 ss. Ampiamente sulle nuove sfide del potere pub-

lo sviluppo di posizioni protezionistiche, anche all'interno della stessa Unione Europea<sup>109</sup>.

Non pare inopportuno, infine, aggiungere che proprio la memoria delle disfunzioni dello storico sistema delle partecipazioni statali, frutto dell'intreccio tra politica, imprese pubbliche e amministrazioni, dovrebbe fungere da stimolo a conferire una fisionomia dello Stato azionista che sia, insieme, meno accidentale, maggiormente evoluto e tecnicamente più resistente a possibili deformazioni, oltretutto attento alla valorizzazione degli *stakeholders*<sup>110</sup>.

Il rischio che si corre, procedendo in senso diverso, d'altronde, è quello di sminuire il valore stesso dell'innovazione istituzionale, costituita dall'aver strutturato la Cdp con caratteristiche differenti dal modello dell'amministrazione tradizionale, ingessando paradossalmente l'istituto entro regole rigide o discutibili, con il solo fine (in altro modo perseguibile) di evitare che a esso venga chiesto di svolgere un improprio e poco controllabile compito di supplenza politica.

---

blico, di recente G. NAPOLITANO, *I poteri pubblici di fronte alla pandemia*, in *Giorn. dir. amm.*, 2020, p. 145 ss.

<sup>109</sup> Perfettamente rappresentate, da ultimo, dalla vicenda che ha riguardato la mancata acquisizione di Fincantieri dei Chantiers de l'Atlantique francesi (ex Stx).

<sup>110</sup> Così, si è giustamente osservato che la Cdp dovrebbe restare tecnicamente equidistante dai vari interessi coinvolti nella propria azione, ma questo non dovrebbe impedire, per esempio, di coinvolgere più attivamente gli *stakeholders*, per esempio definendo patti parasociali con i soci privati per l'assegnazione di uno o più seggi negli organi delle società a favore dei portatori di interesse. Cfr. M. PALMIERI-F. VELLA, *Regole chiare per lo Stato investitore*, in *La Voce.info*, 2020, <https://www.lavoce.info/archives/68021/68021/>.