

Franco Bassanini¹

La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti²

1. Introduzione

La crisi ha profondamente colpito il sistema industriale italiano, provocando forti conseguenze sulla sua capacità di crescere e competere. Tra il 2008 e il 2014, la produzione industriale è diminuita del 9,8%, la domanda interna dell'11,1%, il tasso di disoccupazione è quasi raddoppiato passando dal 6,7% al 12,7% (con un aumento di circa 930 mila disoccupati), il PIL in valori assoluti è tornato ai livelli dei primi anni duemila. Dal 2007 al 2013, lo stock delle imprese registrate si è ridotto di oltre 60 mila unità. Il *credit crunch* ha reso assai difficoltoso l'accesso al credito per le piccole e medie imprese, che rappresentano com'è noto la gran parte del tessuto produttivo italiano. La storica difficoltà delle medesime imprese di reperire risorse sui mercati dei capitali, sia in forma di debito che di capitale di rischio, è stata accentuata dalle tensioni e dall'instabilità dei mercati finanziari.

Questa dinamica congiunturale si è innestata in uno scenario di forti trasformazioni strutturali che hanno riguardato la competizione globale, la rapida crescita della competitività delle economie emergenti, il *deleveraging* imposto al sistema bancario (ma non solo) dalla crisi e dalle nuove regolamentazioni prudenziali e contabili (Basilea III/CRD IV, Solvency II, Omnibus, IAS/IFRS, ecc.), gli effetti sulla domanda interna prodotti dalle politiche di *fiscal consolidation* imposte dal fiscal compact europeo, con conseguente crollo degli investimenti pubblici (-29% in cinque anni), congelamento dei contratti dei dipendenti pubblici e tagli nell'acquisto di beni e servizi delle PPAA (accentuati dai ritardi nei pagamenti dei debiti commerciali delle stesse).

Il settore delle imprese *export driven* (circa 30% del nostro sistema) ha retto nonostante enormi handicap competitivi nei confronti delle loro principali concorrenti europee (nel costo del denaro, nel costo dell'energia, nei carichi burocratici, nei costi della logistica, negli oneri fiscali e contributivi); le imprese che lavorano principalmente per il mercato interno hanno subito duramente gli effetti della caduta della domanda domestica.

¹ Con la collaborazione di Davide Ciferri.

² Di prossima pubblicazione in "L'industria", 2015, Il Mulino, Bologna.

L'effetto combinato di tali dinamiche ha reso difficile anche in Italia continuare a sostenere l'adequatezza di un modello che si fondava sull'ideologica convinzione che i mercati sono capaci, in ogni circostanza, di autoregolarsi, e che assegnava allo Stato il compito (esclusivo) di creare le migliori condizioni affinché il mercato stesso potesse operare attraverso la definizione di buone regole e di "arbitri indipendenti" e la creazione o la promozione delle esternalità di sistema favorevoli alla crescita "spontanea" dell'economia (*education*, infrastrutture, ridotti carichi burocratici e regolatori, efficienza della giustizia e dei servizi pubblici). La crisi ha ampiamente mostrato che un sistema economico fondato esclusivamente su questi pilastri non è adatto a fronteggiare le sfide dell'economia globale. I Paesi che meglio hanno saputo fronteggiare la crisi, lo hanno fatto mettendo in campo politiche di rilancio degli investimenti pubblici, di forti stimoli all'economia, di ricapitalizzazione di imprese in difficoltà. Appena scoppiata la crisi, gli Stati Uniti di Barack Obama (ma anche della maggioranza repubblicana della Camera dei rappresentanti) hanno in pochi mesi varato misure d'intervento pubblico per oltre un trilione di euro (suddivise pressoché a metà tra interventi di salvataggio di banche, assicurazioni e imprese industriali³ e investimenti pubblici in infrastrutture, *education* e sostegno alla ricerca, all'innovazione, alle *start up*⁴).

Tutto ciò ha determinato un cambio di paradigma. Alcuni temi che per un lungo ventennio erano stati sostanzialmente trascurati dal dibattito accademico e politico, come quelli relativi alla necessità di una nuova politica industriale, sono tornati improvvisamente d'attualità. Fino a qualche anno fa, la sola espressione "politica industriale" evocava logiche perverse in quanto si tendeva a pensare che tale opzione di policy servisse solamente a "scegliere i vincitori" distorcendo la competizione e creando spazi per un rapporto non equilibrato tra politica e mondo degli affari (maggiore corruzione e spreco delle risorse pubbliche). Oggi la politica industriale è invece vista come quella sfida che i Governi affrontano nel ricercare strumenti "*competition-friendly*" attraverso i quali stimolare la crescita, sostenere il sistema produttivo (Aghion e al., 2011), e mitigare gli svantaggi competitivi derivanti dalle politiche di sostegno all'offerta dei Paesi concorrenti.

In Europa, non solo in Italia, il modello è più complesso, da una parte per i vincoli e i limiti imposti da una normativa europea che mira (almeno nelle sue finalità originarie) ad evitare che l'intervento degli Stati membri alteri il *level playing field* del Mercato

³ Col *Troubled Asset Relief Program (TARP)* il Governo USA ha acquistato attivi dalle istituzioni finanziarie (e non), colpite dalla crisi. In origine il Piano era di 700 md di dollari, ridotti a 475 dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Il *Congressional Budget Office (CBO)* ha stimato le risorse messe in campo dal TARP in 431 md di dollari, in buona parte già restituiti al Governo (dei 245 md destinati alle banche, 169 sono stati ripagati).

⁴ L'*American Recovery and Reinvestment Act (2009)*, noto come *Stimulus* o *Recovery Act* il Governo USA ha previsto interventi per 787 md di dollari poi saliti a 831, di cui 552 in infrastrutture, istruzione, sanità, energia, contributi alla disoccupazione e altre spese sociali, e 288 per incentivi fiscali.

Unico, dall'altra per la necessità di coniugare i principi di libero mercato con altri principi e valori fondamentali come la coesione sociale, la piena occupazione, il benessere dei cittadini e la garanzia dei diritti fondamentali (tutti elementi costitutivi di quella "economia sociale di mercato fortemente competitiva", che è il modello adottato per tutta l'Unione dal Trattato di Lisbona⁵).

Nel quadro del modello dell' "economia sociale di mercato fortemente competitiva" un ruolo rilevante hanno assunto, nell'Europa continentale, alcune peculiari istituzioni finanziarie controllate dallo Stato – come la francese *Caisse des Dépôts et Consignations* (CDC), la tedesca *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW), lo spagnolo *Instituto de Crédito Oficial* (ICO) e l'italiana Cassa depositi e Prestiti (CDP) – genericamente ricomprese nella categoria delle *National Development Bank* (NDBs) o, più precisamente, delle *National Promotional Bank* (NPBs, benché solo alcune tra esse siano propriamente delle banche). Negli ultimi anni, anche per effetto della necessità di sostenere le economie nazionali colpite dalla crisi, esse hanno ampliato il loro raggio d'azione fino a divenire uno dei principali attori della "economia sociale di mercato" e uno dei principali strumenti delle politiche industriali pubbliche consentite dai Trattati europei (Bassanini, 2012).

L'evoluzione del ruolo della Cdp nell'ultimo decennio deve essere letto alla luce di questi fattori. La trasformazione che ne è scaturita è dipesa solo in maniera secondaria dalle decisioni del Governo e del Parlamento o da scelte dei suoi azionisti e dei suoi amministratori; può essere infatti considerata una conseguenza quasi obbligata dei cambiamenti strutturali avvenuti in questi anni nell'economia e nella finanza nazionale e globale e della necessità di far fronte alla crisi con strumenti di sostegno all'economia e alla competitività del Paese con strumenti e risorse consentiti dai Trattati europei (Bassanini, 2013).

E' in questo contesto che Governo e Parlamento hanno, a partire dal 2003, innescato un processo di graduale ma rapido di incremento delle missioni affidate a Cdp, per un secolo e mezzo limitate alla raccolta del risparmio delle famiglie tramite gli sportelli postali e al suo impiego nel finanziamento degli investimenti delle PPAA e del debito statale, avvicinandola ai modelli (pur non del tutto omogenei tra loro) delle altre grandi Casse europee. Di conseguenza, Cdp ha dovuto rapidamente ampliare i propri

⁵ Art. 3, par. 3 TUE: "L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico. L'Unione combatte l'esclusione sociale e le discriminazioni e promuove la giustizia e la protezione sociale, la parità tra donne e uomini, la solidarietà tra le generazioni e la tutela dei diritti del minore. Essa promuove la coesione economica, sociale e territoriale, e la solidarietà tra gli Stati membri. Essa rispetta la ricchezza della sua diversità culturale e linguistica e vigila sulla salvaguardia e sullo sviluppo del patrimonio culturale europeo".

settori di attività (dal finanziamento degli investimenti pubblici e del debito statale al finanziamento delle infrastrutture e dell'edilizia sociale, al sostegno dell'economia mediante strumenti di debito e di *equity*, agli strumenti di garanzia e finanziamento dell'export e della internazionalizzazione delle imprese)⁶.

2. Cdp e la sua natura di *market unit*

Con il deterioramento dei saldi di finanza pubblica e gli obblighi di *fiscal consolidation* imposti dall'Unione Europea, stringente è divenuta la necessità di identificare strumenti di finanziamento dell'infrastrutturazione del Paese e di sostegno all'economia reale che non incidano sui livelli d'indebitamento delle Amministrazioni Pubbliche. L'esperienza di altri paesi europei, Francia e Germania in particolare, mostrava che un ruolo importante potevano essere giocato dalle istituzioni finanziarie come Cdp, a condizione di ampliare il suo ruolo storico e i suoi strumenti in settori e attività considerate fino ad allora al di fuori del suo perimetro di operatività.

Con la trasformazione in società per azioni⁷, Cdp è stata autorizzata a utilizzare, oltre al risparmio delle famiglie raccolto tramite prodotti garantiti dallo Stato e distribuiti dagli sportelli postali, anche risorse provenienti da emissioni obbligazionarie non garantite dallo Stato⁸. L'impiego di queste risorse, ad esclusione di limitate ipotesi nelle quali Cdp gestisce fondi statali (anticipazioni ai Comuni per il pagamento di debiti commerciali arretrati, finanziamenti agevolati per la ricerca e l'innovazione, misure per la riduzione delle emissioni dei gas a effetto serra - Fondo Kyoto, finanziamenti ex legge Sabbatini) o svolge attività promozionali con provvista garantita dallo Stato (*social housing*, per esempio), deve avvenire nel rispetto delle regole di sostenibilità finanziaria e di sana e prudente gestione proprie degli investitori privati di mercato. Al momento della trasformazione in società per azioni, la legge ha peraltro aperto il capitale di Cdp a soggetti privati⁹ (innovando rispetto alle altre NPBs europee che sono di norma a totale partecipazione pubblica) e ha autorizzato lo svolgimento di attività a mercato con provvista non garantita dallo Stato. Conseguentemente, Cdp è stata classificata da Eurostat come "Intermediario Finanziario"; tra quegli operatori, cioè, che rientrano nel settore delle "Società Finanziarie" e non in quello delle

⁶ Per un'analisi dell'evoluzione storica del ruolo di Cdp, si veda De Cecco e Toniolo (2013).

⁷ La trasformazione di Cdp in una spa è avvenuta con l'art. 5 del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni nella legge 24 novembre 2003, n. 326.

⁸ Molto recentemente (Marzo 2015), CDP ha diversificato la propria raccolta con strumenti obbligazionari affiancando agli strumenti rivolti agli investitori istituzionali (emissioni EMTN), anche una prima emissione non garantita rivolta al mercato *retail*, sottoscritta a tassi superiori di pochi *basis point* ai tassi dei titoli di Stato di uguale durata.

⁹ Attualmente l'azionariato di Cdp è così composto: 80,1% MEF; 18,4% Fondazione Bancarie e 1,5% azioni proprie.

"Amministrazioni Pubbliche"¹⁰. Analogamente a quanto accade per le omologhe istituzioni francesi e tedesche (CDC e KfW), la Banca Centrale Europea ha poi classificato la Cassa tra le "Istituzioni Finanziarie e Monetarie".¹¹

Grazie all'identificazione di Cdp come operatore di mercato, i suoi interventi a sostegno dell'economia non sono considerati di per sé aiuti di Stato e le sue attività finanziarie, e in particolare le passività, non sono consolidate nel debito pubblico italiano (così come non sono consolidate nel debito pubblico francese e tedesco le corrispondenti passività di CDC e KfW, nonostante quest'ultime, a differenza di Cassa, abbiano un azionariato interamente pubblico). Prima della trasformazione in società per azioni, il risparmio postale era invece integralmente conteggiato come debito pubblico, in quanto considerato un prestito di soggetti privati ad un'istituzione pubblica. Oggi, il risparmio postale è invece considerato un prestito di soggetti privati ad un altro soggetto privato e non rientra, quindi, direttamente nel conteggio del livello di indebitamento del settore pubblico. Il risparmio postale "diventa" debito pubblico quando la Cassa lo impiega per il finanziamento (mutui) degli investimenti delle Amministrazioni Pubbliche ovvero quando viene versato nel "Conto disponibilità del Tesoro per i servizi di Tesoreria" del Ministero dell'Economia e delle Finanze, in quanto debito di Amministrazioni Pubbliche verso il soggetto privato Cdp.

In tutte le altre forme d'intervento, dal finanziamento delle infrastrutture in *project financing* o in PPP, agli strumenti di debito ed *equity* rivolti alle imprese, le attività di Cdp non incidono sul bilancio dello Stato ed essa è tenuta a operare sul mercato alla stregua di un comune investitore privato, sostenendo direttamente i rischi e i benefici di ogni operazione. E' vero che buona parte della propria raccolta, quella postale, gode della garanzia dello Stato. Ma va sottolineato che, a differenza di quanto avviene per CDC e KfW, questa garanzia copre solo una parte della raccolta e si configura come una garanzia sussidiaria di ultima istanza a beneficio dei risparmiatori postali: ove venisse escussa, lo Stato si rivarrebbe su CDP e sul suo patrimonio. In più, gran parte della raccolta garantita dallo Stato è collocata nel già ricordato conto corrente di tesoreria presso il MEF, e dunque rappresenta di fatto una modalità di finanziamento del debito pubblico alternativa al collocamento di titoli sovrani sui mercati finanziari.¹² Ciò significa, che la Cassa, come ogni operatore privato (ma a differenza di altre NPBs) può potenzialmente fallire, nella misura in cui la garanzia dello Stato tutela il

¹⁰ Secondo Eurostat Cdp è una "unità istituzionale" in quanto dispone di autonomia decisionale, contabilità indipendente e personalità giuridica autonoma. Per il tipo di attività svolta è classificata come "intermediario finanziario" che, tra l'altro, si sottopone ad un "rischio" acquistando attività finanziarie ed assumendo passività in conto proprio: elementi tipici dell'intermediazione finanziaria secondo la definizione fornita dal Sec 95.

¹¹ Sulla natura di *market unit* di Cdp si veda Colaccino (2012).

¹² Al momento in cui scrive, si tratta, oltre tutto, di una alternativa assai vantaggiosa: anche per ragioni congiunturali, il tasso di interesse pagato dal Tesoro a CDP è infatti largamente inferiore al tasso medio e largamente inferiore al costo della raccolta postale. Costituisce dunque, per il Tesoro,un buon affare.

risparmiatore e non opera sul bilancio della società (in particolare sul fronte degli impieghi). L'operatività a mercato non dipende quindi esclusivamente dalla necessità di essere classificata a livello europeo come *market unit*, ma anche, e in maniera altrettanto importante, dal fatto che Cdp gestisce risorse private da remunerare dovendo, contestualmente, dar conto del proprio operato ad azionisti non solo pubblici (MEF) ma anche privati (Fondazioni bancarie).

E' sullo sfondo di questo scenario che può meglio apprezzarsi il ruolo strategico di CDP come strumento di trasformazione di risparmio prevalentemente a breve termine (se non a vista) in finanziamenti e investimenti a lungo termine: i più rari, oggi, e i più preziosi per la crescita dell'economia reale e per l'infrastrutturazione del Paese, in specie in una fase nella quale il *deleveraging* del sistema creditizio e le nuove regolazioni prudenziali e contabili rendono molto difficile alle banche continuare a svolgere il ruolo (in Europa finora di gran lungo prevalente) di finanziatori degli investimenti di lungo periodo.

3. Cdp a sostegno delle imprese: le regole d'ingaggio

Con la trasformazione in società per azioni, come detto, la Cdp è stata autorizzata a impiegare parte delle risorse in strumenti di finanziamento degli investimenti delle infrastrutture e delle imprese. In particolare, nella prima fase che va dal 2003 al 2011, Cdp ha avviato quattro principali linee d'intervento tutt'oggi attive.

La prima rivolta sia al finanziamento delle infrastrutture in *project finance/ PPP* per operazioni d'interesse pubblico e nei settori d'interesse generale, sia al finanziamento diretto alle imprese per lo sviluppo di attività d'interesse pubblico¹³. Nelle operazioni di *project finance/PPP*, Cdp copre il rischio progetto, mentre nel finanziamento diretto il rischio è quello associato all'impresa che realizza l'opera. In entrambi i casi, però, la valutazione degli investimenti è condotta in linea con gli standard delle altre istituzioni finanziarie, in particolare con riferimento alla definizione del merito di credito delle controparti e della fattibilità economico-finanziaria dei progetti. Gli strumenti operano

¹³ L'art. 5 del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni nella legge 24 novembre 2003, n. 326 specifica che Cdp finanzia "con operazioni assistite da garanzia dello Stato [...] il compimento di ogni altra operazione di interesse pubblico prevista dallo statuto sociale della CDP S.p.A. effettuata nei confronti dei medesimi soggetti di cui al primo periodo, o dai medesimi promossa, nonché nei confronti di soggetti privati per il compimento di operazioni nei settori di interesse generale" ovvero "le opere, gli impianti, le reti e le dotazioni destinati a iniziative di pubblica utilità nonché investimenti finalizzati a ricerca, sviluppo, innovazione, tutela e valorizzazione del patrimonio culturale, anche in funzione di promozione del turismo, ambiente e efficientamento energetico, anche con riferimento a quelle interessanti i territori montani e rurali per investimenti nel campo della green economy, in via preferenziale in cofinanziamento con enti creditizi e comunque, utilizzando fondi provenienti dall'emissione di titoli, dall'assunzione di finanziamenti e da altre operazioni finanziarie, senza garanzia dello Stato e con preclusione della raccolta di fondi a vista".

di norma in cofinanziamento con le banche, e dunque in modo complementare al sistema creditizio. In particolare, nei progetti infrastrutturali, Cdp, da sola o con la BEI, tende a coprire il segmento a medio e lungo termine dei piani finanziari, lasciando alle banche il segmento a breve e a medio-breve, per esse più sostenibile in termini di assorbimento di capitale.

Il secondo strumento (Plafond PMI) è una forma di provvista per il sostegno degli investimenti a medio termine delle PMI attivata, attraverso il canale bancario. A differenza delle due LTRO della BCE, che hanno una durata massima di tre anni, il plafond CDP prevede finanziamenti da 3 a 10 anni (fino a 12 nelle aree terremotate) e un meccanismo di verifica dell'effettiva destinazione della provvista al finanziamento delle PMI. Con il Plafond, che utilizza risorse del risparmio postale, il rischio per Cdp è quello relativo alla banca, mentre il rischio "impresa" viene coperto dalla stessa banca che utilizzando la provvista finanzia l'investimento della PMI. Dal 2009 al 2014, il Plafond PMI ha avuto una dotazione di 16 miliardi di euro (impiegati per 15,9, dunque quasi totalmente) e ha finanziato più di 100 mila imprese. Nel 2015, Cdp ha poi avviato la cosiddetta Piattaforma Impresa con quattro nuovi fondi rivolti alle PMI, alle MID-CAP, all'export e alle Reti di imprese. Lo strumento, con dotazione di 5 miliardi, opera con modalità simili a quelle del Plafond PMI.

Le finalità originarie di questi due strumenti erano assai diverse. Il primo prendeva atto della difficoltà delle PPAA di continuare a finanziare i progetti infrastrutturali e i servizi pubblici locali mediante risorse di bilancio o mediante indebitamento pubblico, date le condizioni della finanza pubblica e i vincoli del patto di stabilità europeo e interno: offriva dunque canali di finanziamento privi d'impatto sulla finanza pubblica. Il secondo mirava a fronteggiare le condizioni di *credit crunch* (particolarmente pesanti per le PMI) innescate dalla crisi e dalle nuove regolazioni prudenziali e contabili, che hanno imposto alle banche (che rappresentavano in Italia i fornitori quasi esclusivi di risorse finanziarie alle PMI) un forte processo di *deleveraging*.

Il terzo strumento è costituito dalla gestione di fondi rotativi per il finanziamento agevolato di attività di innovazione e di ricerca, d'investimento in beni strumentali, di efficienza energetica o di promozione della qualità dell'ambiente.

Il quarto strumento mira a sostenere l'export e l'internazionalizzazione delle imprese italiane o basate in Italia. Export Banca fornisce alle banche, a condizioni di mercato, la provvista necessaria per effettuare operazioni di finanziamento destinate al sostegno dell'internazionalizzazione delle imprese, a condizione che siano assicurate o garantite da Sace o da altre agenzie di credito all'esportazione. Alle stesse condizioni può finanziare direttamente le imprese, quando il sistema bancario non sia interessato a farlo. E' dunque, come gli altri strumenti sopra ricordati, complementare al sistema creditizio, non competitivo nei confronti delle banche.

Accanto al *credit crunch*, e per analoghe ragioni, emergevano per i progetti infrastrutturali e per le imprese problemi di *equity crunch*. Cdp fu così chiamata a partecipare alla costituzione di alcuni importanti fondi di investimento in capitale di rischio, tre dei quali dedicati alle infrastrutture (F2i, Marguerite e Inframed) e uno alle piccole e medie imprese (Fondo Italiano Investimenti), autorizzato a operare sia direttamente sia come Fondo di Fondi. Tutti questi fondi operano secondo le regole dei prudenti investitori privati di mercato, mirano ad attrarre investitori privati alla ricerca di impieghi a buona redditività e profili di rischio moderati, e prevedono periodi di investimento significativamente più lunghi di quelli dei comuni fondi di private equity. Queste caratteristiche sono garantite da una strutturazione che prevede la presenza, nell'ambito di uno schema classico di Fondi di Private Equity, di quasi tutti gli investitori impegnati nella Società di gestione, modello unico avviato con F2i e successivamente replicato in tutti gli altri Fondi.

A partire dal 2011¹⁴, questo schema viene ulteriormente ampliato attraverso l'attribuzione alla Cdp, direttamente o attraverso appositi fondi, della possibilità di assumere partecipazioni in società di rilevante ("strategico") interesse nazionale. L'opzione ha subito suscitato critiche e polemiche da parte di chi paventava il rischio che la nuova operatività potesse favorire la trasformazione di Cassa in una nuova IRI (Istituzione che peraltro ha contribuito allo sviluppo e alla crescita del Paese, sia pure in una fase storica ed economica profondamente diversa da quella attuale) o addirittura in una nuova GEPI, dedicata al salvataggio di aziende più o meno decotte. Era comunque evidente la necessità di chiarire - al di là della mera definizione del perimetro dei settori "di interesse strategico" affidata a un decreto ministeriale (che, tempestivamente emanato, finì peraltro per comprendervi quasi tutte le medio-grandi e grandi imprese operanti in Italia) - le "regole d'ingaggio" di questi interventi in *equity*, al fine di non pregiudicare la natura di *market unit* di Cdp e di non violare le normative europee in tema di divieto di aiuti di Stato. Vi provvide immediatamente, su iniziativa degli azionisti di minoranza (le fondazioni di origine bancaria) lo statuto di Cdp, con disposizioni che furono poi integralmente recepite nella legge di conversione del decreto-legge n.34/2011¹⁵. Le nuove disposizioni abilitano bensì la Cassa ad assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale, dunque in possesso dei requisiti determinati dall'apposito decreto ministeriale; ma aggiungono che dovrà trattarsi di società in "stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico" e che "siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività". Una dichiarazione congiunta sottoscritta da tutti gli azionisti di Cdp, e inserite nel verbale dell'Assemblea sociale del

¹⁴ Art. 7 del decreto-legge 31 marzo 2011, n. 34.

¹⁵ Legge 26 maggio 2011, n. 75.

11 aprile 2011 precisò inoltre, con una sorta di interpretazione autentica, il significato di queste disposizioni e le responsabilità degli amministratori nel caso di loro violazione.¹⁶

Da una parte si esclude dunque in modo incontestabile che l'intervento della Cassa possa servire al salvataggio di aziende "decotte" o in crisi; dall'altra si sottolinea il ruolo dell'intervento della Cassa (e dell'eventuale Fondo strategico di investimento da essa promosso) come strumento di promozione del rafforzamento del nostro sistema produttivo, di sostegno alla capitalizzazione e agli investimenti delle nostre imprese, di supporto alla loro internazionalizzazione. Basterebbe questo ad escludere ogni ipotesi di fondo "salva-imprese" e ogni richiamo all'esperienza non proprio esaltante della GEPI.

Si può notare che la modifica allo Statuto¹⁷ e la dichiarazione di interpretazione autentica costruiscono di fatto un argine assai solido contro improprie ingerenze della politica e dei partiti negli ambiti di attività di una società privata, quale è ormai la Cassa depositi e prestiti: esse infatti distinguono nettamente tra le responsabilità della politica (Governo, Parlamento, MEF) e le responsabilità degli amministratori di CDP. Alla politica spetta determinare il perimetro di operatività dei nuovi strumenti di sostegno alle imprese (interesse generale, settori strategici e imprese sistemiche), ma non valutare il merito dei singoli investimenti. Agli amministratori della Cassa compete accertare, attraverso opportune *due diligence*, la effettiva ricorrenza delle condizioni di

¹⁶ La dichiarazione congiunta stabilisce innanzitutto che il requisito del "rilevante interesse nazionale" (che le società devono avere per legittimare l'acquisizione da parte della Cassa di una partecipazione al loro capitale) deve essere interpretato "in modo rigoroso in ragione della peculiarità delle nuove forme di intervento introdotte, nel rispetto delle finalità istituzionali della Cassa Depositi e Prestiti". Raccomanda anche "che tutte le operazioni che verranno deliberate dai competenti Organi di CDP attengano a Società che esercitino un'attività capace di generare utili, costituiscano un investimento prospettivamente idoneo a rivalutarsi nel tempo e in ogni caso avvengano nel rispetto delle disposizioni che presiedono all'esercizio dell'attività della CDP S.p.A., secondo criteri di corretta gestione e di redditività". In modo ancora più esplicito invita poi gli organi della Cassa "a non deliberare operazioni relative a Società che - pur rispondendo in astratto ai requisiti che verranno individuati dal Decreto ministeriale - si trovino in situazione di crisi economica o finanziaria, presentino criticità occupazionali o di mercato o che, in base a quanto conosciuto ai momenti della prospettazione dell'operazione, siano tali da determinare in capo alla Società l'obbligo di sostenimento di oneri di ristrutturazione finanziaria, patrimoniale o occupazionale". E pone infine l'accento sulle responsabilità degli amministratori della Cassa, sottolineando che agli "amministratori di CDP, nella loro piena responsabilità, spetterà l'attenta valutazione circa la ricorrenza dei requisiti previsti dalla norma di riferimento e dal Decreto Ministeriale che verrà emanato, nonché - come indicato nelle nuove previsioni statutarie - circa la sussistenza di situazioni di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e di adeguate prospettive di redditività".

¹⁷ E' appena il caso infine di ricordare che lo Statuto della Cassa, come quello di ogni Società per Azioni, è lo strumento giuridico competente a determinare l'oggetto sociale della società. La legge può autorizzare o meno in linea generale la Cassa a svolgere determinate attività, ma in concreto è solo lo Statuto che le può disciplinare, nel rispetto della legge: dunque senza potere allargare il perimetro delle attività consentite, ma con piena facoltà di definire limiti e vincoli più ristretti, soprattutto quando essi presiedono alla regolare e corretta gestione dell'impresa. E lo Statuto di Cdp può essere modificato solo con il voto di azionisti che rappresentino almeno l'85% del capitale sociale. Dunque anche sotto questo profilo lo Statuto offre una adeguata garanzia contro interessi particolari o ingerenze improprie nel corretto funzionamento degli organi societari della Cassa.

sostenibilità economico-finanziaria e le adeguate prospettive di redditività dell'investimento. Di ciò gli amministratori rispondono di fronte agli azionisti, ciascuno dei quali dispone degli strumenti apprestati dal nostro ordinamento per far valere le responsabilità degli amministratori di società di capitali (Bassanini, 2011). E' alla luce di queste disposizioni (europee, nazionali e statutarie) che vanno valutati gli investimenti effettuati negli ultimi anni da Cdp in imprese strategiche (direttamente o tramite il Fondo Strategico Italiano) e anche i numerosi casi di rifiuti di intervenire, dei quali si è variamente discusso in sede politica e sui media, motivati dalle ragioni anzidette.

Pur con questi limiti, è tuttavia evidente che, con l'attribuzione a Cdp del compito di apportare capitale di rischio ad imprese strategiche "sane" che ne abbiano bisogno per crescere, investire, internazionalizzarsi, il ruolo della Cassa come strumento-chiave di politica industriale risulta ormai incontestabile. Questo ruolo, come detto, si esercita con un'operatività di natura privatistica nell'ambito di un perimetro d'intervento stabilito dal legislatore (che esprime, quindi, le priorità del decisore politico). A differenza di quello che succedeva con altri strumenti di politica industriale, nei quali queste due componenti non erano distinte, e in particolare l'indirizzo di policy aveva un peso determinante nelle scelte d'investimento, in questo caso i criteri sulla base dei quali vengono selezionati ed effettuati gli investimenti sono coerenti con le regole del mercato e, in particolare, con i principi di valutazione aziendale della sostenibilità finanziaria dell'investimento.

Il primo banco di prova di quest' operatività è stato, nel 2011, la costituzione del Fondo Strategico Italiano (FSI). FSI¹⁸ è una holding di partecipazioni, detenuta all'80% da Cdp e all'20% dalla Banca d'Italia, che ha l'obiettivo d'investire nelle imprese che operano nei settori strategici e/o di grandi dimensioni con un impatto sistemico per l'intera economia nazionale. Il perimetro all'interno del quale FSI opera è delimitato dal Decreto Ministeriale del 2 luglio 2014 e dallo Statuto societario, che stabiliscono i criteri sulla base dei quali le imprese possono essere oggetto di valutazione e successivo investimento. In particolare, dal punto di vista normativo, sussistono tre criteri tra loro concorrenti (almeno uno dei quali deve essere soddisfatto): i) settoriale: attività imprenditoriale esercitata in settori di "rilevante interesse nazionale"¹⁹; ii) dimensionale: fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e numero medio di dipendenti non inferiore a 250 unità; iii) di sistema: nel caso di società caratterizzate da un indotto rilevante e da esternalità positive per il sistema economico-nazionale, fatturato annuo netto non inferiore a 240 milioni di euro e numero medio di dipendenti non inferiore a 200 unità.

¹⁸ Istituito con Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 3 maggio 2011, sostituito dal Decreto Ministeriale 2 luglio 2014, che di fatto amplia il perimetro di operatività di FSI.

¹⁹ Difesa, sicurezza, infrastrutture, trasporti, comunicazioni, energia, assicurazioni, intermediazione finanziaria, ricerca e innovazione ad alto contenuto tecnologico, pubblici servizi, turistico-alberghiero, agroalimentare e della distribuzione, gestione dei beni culturali e artistici.

In linea con le predisposizioni statutarie di Cdp, anche FSI ha introdotto nel proprio statuto ulteriori requisiti per delimitare il perimetro di investimento ad aziende in stabile equilibrio economico-finanziario e con potenzialità di crescita, evitando così un possibile coinvolgimento in operazioni che riguardassero aziende non solide o in crisi. L'investimento interviene preferibilmente in partecipazioni di minoranza (salvo alcune eccezioni), con l'acquisizione di poteri di *governance* limitati, ma non nulli.

Dall'inizio della sua operatività ad oggi, a fronte di un capitale disponibile per investimenti pari a circa 5,1 miliardi di euro, FSI ha effettuato investimenti per circa 1,5 miliardi di euro in 8 società che operano in settori rilevanti per l'economia italiana (tali settori pesano per circa il 20% del valore aggiunto aggregato e il 30% delle esportazioni). Queste società mostrano solide basi finanziarie e *performance* particolarmente significative rispetto al settore di appartenenza sia in termini di redditività che in termini di crescita del volume di affari (CDP, 2015). In pochi anni, inoltre, FSI è diventato il principale veicolo attraverso cui convogliare investimenti diretti esteri in Italia (grazie agli accordi fino ad ora siglati²⁰, FSI ha attratto investimenti in Italia per circa 3 miliardi di euro).

Si è così delineata in fatto una ulteriore missione per Cdp, quella di contribuire ad attrarre investimenti stranieri in Italia, utili alla crescita e alla internazionalizzazione di imprese italiane, senza necessariamente cedere ad investitori stranieri partecipazioni di controllo, anzi di norma contribuendo a conservarne il controllo in mani italiane (è il caso, per es., di Ansaldo Energia, o di Valvitalia, che, viceversa, sarebbero state destinate a passare sotto il controllo di imprese straniere). Ai 3 miliardi di euro acquisiti in due anni da FSI, si possono aggiungere infatti i 2,1 miliardi versati da State Grid of China per l'acquisizione del 35% di Cdp Reti (la società che detiene il controllo di Terna e Snam) e i 500 milioni accordati da KfW per finanziamenti a progetti infrastrutturali o a PMI italiane; nonché gli accordi di cofinanziamento (per 4 miliardi complessivi) oggetto di due *Memorandum of understanding* stipulati tra Cdp e China Development Bank e tra Cdp e la brasiliana BNDes.

4. Nuovi strumenti per la ristrutturazione industriale delle imprese in crisi temporanea

La crisi finanziaria e la lunga fase di stagnazione che ne è seguita hanno messo in difficoltà anche imprese ben gestite e con buone prospettive. Nel caso di imprese prevalentemente produttrici di beni e servizi per il mercato interno, hanno pesato il calo dei consumi, il *credit crunch*, i ritardi dei pagamenti delle PPAA, il ridotto potere

²⁰ In particolare quelli con Qatar Holding, Russian Investment Fund, Kuwait Investment Authority, China Investment Corporation e Korea Investment Authority.

d'acquisto delle famiglie (e, in alcuni casi, come per l' ILVA di Taranto, la necessità di ingenti investimenti per adeguarsi a normative di tutela ambientale). Il meccanismo della distruzione creatrice delle imprese marginali e inefficienti, tipico delle economie fondate sui principi del mercato e della concorrenza, rischia, a seguito di una crisi così sistemica, prolungata e strutturale, di non funzionare in modo sano, perché la crisi può portare alla distruzione di molte imprese che marginali e inefficienti non sono, ma incontrano difficoltà solo temporanee, superabili con opportuni interventi di ristrutturazione industriale.

Significativo è al riguardo il gran numero di tavoli ministeriali di confronto attivati su richiesta dalle parti coinvolte nelle situazioni di crisi aziendale: imprese, rappresentanze sindacali dei lavoratori, istituzioni locali. Gli strumenti tradizionali (contratto di sviluppo, accordo di programma), ancorché utilizzati al meglio, non sempre possono bastare.

In tale contesto, è cresciuto tra il 2013 e il 2014 il dibattito sulle politiche e gli strumenti di ristrutturazione industriale: in due studi del 2013, uno della Fondazione Astrid²¹, l'altro dello Studio Vitale e Associati, si è proposta la costituzione di un veicolo ad hoc, specializzato in interventi nelle crisi di aziende caratterizzate da temporanei squilibri patrimoniali e finanziari, ma che abbiano buone prospettive industriali ed economiche (dove cioè il problema chiave è quello di sopperire a temporanee crisi di liquidità, migliorarne i ratios patrimoniali e investire nei processi di ristrutturazione). L'istituzione di un fondo per le ristrutturazioni era stata del resto proposta nello stesso periodo dalla cosiddetta Agenda Monti, ma né Mario Monti né poi Enrico Letta vi avevano dato seguito. Si sarebbe trattato comunque di uno strumento caratterizzato da natura e finalità diverse dai Fondi partecipati e promossi dalla Cdp – F2i, Fondo strategico italiano, Fondo italiano d'investimento – che sono tenuti a investire in aziende non solo prospetticamente ma anche correntemente in utile.

Lo studio di Vitale e Associati dichiarava di avere accertato l'interesse di importanti investitori (grandi banche, fondi di investimento, investitori istituzionali) a mettere capitali in strumenti di ristrutturazione industriale che, **se gestiti in modo professionale e indipendente dalle pressioni della politica**, potrebbero generare IRR interessanti (anche *double digit*). Secondo lo stesso studio veniva tuttavia avanzata dai privati la richiesta di avere un partner pubblico o almeno partecipato dallo Stato, con una dichiarata preferenza per la Cassa Depositi e Prestiti. Ciò anche perché lo strumento avrebbe potuto ben funzionare solo partendo con una dotazione di capitale sufficientemente alta da consentire di investire contemporaneamente in parecchie imprese in temporanea difficoltà, in modo da poter diluire gli effetti di pochi casi di

²¹ F. Onida e C. De Vincenti, "Le ristrutturazioni e la politica industriale", in ASTRID (2013).

insuccesso, compensandoli con gli effetti di numerosi casi di successo. In tale schema, Cdp veniva individuato come il soggetto in condizione di apportare un'importante quota del capitale necessario al successo della iniziativa.

Utilizzando CDP risparmio delle famiglie, ed essendo – come si è visto - vincolata per legge e per obblighi europei a fare di questo risparmio una “sana e prudente gestione”, una sua partecipazione a uno strumento di intervento nel capitale di imprese in temporanea crisi non poteva non incontrare tuttavia ostacoli di diversa natura. Essi possono essere così riassunti:

- a) La legge impone a Cdp e alle sue controllate per gli investimenti in equity l'obbligo di investire solo in società “*in condizioni di stabile equilibrio economico, patrimoniale e finanziario*” e con “*adeguate prospettive di redditività*”;
- b) lo stesso obbligo è ribadito dallo Statuto di Cdp e del FSI (che gli azionisti di minoranza, il cui voto è necessario, hanno già fatto sapere di non volere modificare);
- c) un intervento in *equity* in imprese in crisi rischia di innescare una procedura europea di infrazione per aiuti di Stato.

Un intervento di Cdp nella ristrutturazione di imprese in crisi la avrebbe esposta inoltre ai seguenti altri rischi:

- d) il rischio di riclassificazione di Cdp nel perimetro della PA, da parte di Eurostat, con relativo consolidamento del suo debito nel debito pubblico;
- e) il rischio di un intervento della vigilanza di Banca d'Italia, alla quale Cdp è soggetta;
- f) il rischio di un procedimento per danno erariale di fronte alla Corte dei Conti;
- g) *last but not least*, il rischio di una fuga dei risparmiatori dal risparmio postale, di fronte alle polemiche e/o equivoci che un intervento della Cassa innescerebbe (“*Governo e Cdp mettono a rischio i risparmi dei pensionati!*”).

L'idea è stata ripresa dal Governo Renzi, con una significativa innovazione (derivante da una ipotesi di studio elaborata dalla Fondazione Astrid), che consente la partecipazione al veicolo di Cdp e di altri investitori di lungo termine, grazie alla concessione ai medesimi di una garanzia onerosa da parte dello Stato. Con il D.L. “Banche e Investimenti”²², il Governo ha infatti previsto la costituzione di una società per azioni destinata al rilancio di aziende che, nonostante temporanei squilibri patrimoniali o finanziari, siano caratterizzate da adeguate prospettive industriali e di mercato, ma necessitino di ridefinizione della struttura finanziaria o di patrimonializzazione o comunque di interventi di ristrutturazione. Il capitale della Società sarà composto da azioni di diversa categoria al fine di favorire il coinvolgimento di attori eterogenei per *missione* e operatività. Esso potrà essere

²² Cfr. D.L. 24 gennaio 2015, n.3, convertito in legge, con modificazioni, dall' art. 1, comma 1, L. 24 marzo 2015, n. 33.

sottoscritto da investitori professionali specializzati in operazioni di *turnaround*, da altri operatori privati disposti a sostenere i rischi di siffatte operazioni, ma anche da investitori “istituzionali” di lungo termine (come ad esempio gli enti previdenziali, le assicurazioni vita, la Cdp e l’Inail) soggetti a *policy* d’investimento specifiche relativamente ai profili prudenziali e di rischio ammissibili; questi ultimi potranno chiedere di avvalersi di una apposita garanzia onerosa concessa dallo Stato e avranno poteri di governance ridotti, mentre i primi avranno la parola decisiva nella selezione degli interventi di ristrutturazione industriale. Al fine di rispettare le normative UE in tema di divieto di aiuti di Stato, la garanzia offerta dallo Stato non supererà l’80% del capitale investito da ciascun soggetto, dovrà comunque essere remunerata a prezzi “orientati al mercato”, anche a valere sulla quota degli utili distribuiti dalla Società, e sarà concessa a soggetti comunque regolati o vigilati, scelti mediante procedure competitive e trasparenti.

La Società potrà investire capitale raccolto in proprio o compiere operazioni di finanziamento nel rispetto dei principi di economicità e convenienza propri degli operatori privati di mercato, anche mediante l'utilizzo di strumenti finanziari e veicoli societari. Le disposizioni sulla *governance* che affidano potere decisivi agli azionisti privati non garantiti sulle decisioni d’investimento da effettuare, unitamente alle norme sulla concessione della garanzia dello Stato configurano l’iniziativa come una operazione “di mercato” e quindi valgono a scongiurare il rischio di infrazione per violazione del divieto di aiuti di Stato²³ e di riclassificazione dell’intervento a livello europeo.

In questo contesto, Cdp potrà valutare l’opportunità di manifestare il suo eventuale interesse ad investire nella Società di turnaround concorrendo con altri investitori regolati al *beauty contest* che sarà indetto per la concessione della garanzia onerosa dello Stato, coprendo la quota di capitale non coperta dalla garanzia con risorse della sua gestione ordinaria. Nel quadro così delineato, l’intervento di Cdp, anche se eventualmente rilevante per entità, non dovrebbe offrire il fianco a contestazioni e polemiche, né a impropri paragoni con il ruolo svolto, alla fine del secolo scorso, dalla GEPI o dall’IRI nell’ultima fase della loro attività. Il rischio di finanziare, a seguito di decisioni o pressioni della “politica”, interventi di salvataggio di aziende “decotte” è infatti escluso dall’affidamento a investitori privati di mercato della decisione sulla scelta delle imprese target degli interventi di ristrutturazione industriale e sulle modalità degli interventi stessi.²⁴

²³ Si noti, peraltro, che il nuovo strumento, anche se fosse configurabile come aiuto, dovrebbe ritenersi compatibile con le regole del mercato interno e quindi suscettibile di esenzione ai sensi dell’articolo 107.3 TFUE.

²⁴ Non contrasta con quanto rilevato nel testo l’ipotesi che uno dei primi interventi che la Società di turnaround sarà chiamata a valutare riguardi l’ILVA di Taranto. Non si tratterà infatti di investire nell’ILVA ma nella newco che ne assumerà in affitto gli impianti. E la sostenibilità di questa operazione

5. Conclusioni

La straordinaria mutazione subita dalla Cassa depositi e prestiti nell'ultimo decennio è stata, in buona misura, una conseguenza quasi obbligata dei profondi mutamenti intervenuti in questi anni nell'economia e nella finanza globale (e nel ruolo degli Stati nazionali), come la competizione globale, la finanziarizzazione dell'economia, l'affermarsi di regole e comportamenti pro-ciclici e di breve termine nell'economia e nella finanza, la rapida crescita delle economie emergenti; e, ancora, l'esplosione dei debiti sovrani, i problemi di sostenibilità delle finanze pubbliche (di molti Stati, in specie europei) e la crescente inadeguatezza delle dimensioni e degli strumenti della maggior parte degli Stati nazionali ad assolvere un ruolo di regolazione e di governo di questi fenomeni. Ma anche fattori congiunturali, come la crisi economico-finanziaria, che di quei cambiamenti strutturali è stata una conseguenza ma insieme un potente acceleratore.

La globalizzazione e la sfida delle economie emergenti hanno esasperato la competizione tra i produttori di beni e servizi dei vari paesi, ma, inevitabilmente, anche tra i sistemi-paese. La crisi, distribuendo asimmetricamente i suoi effetti nei vari Paesi, ha accentuato la pressione competitiva sui Paesi più colpiti, tra i quali il nostro. Già rilevante in passato, il ruolo dei Governi, nel sostenere la crescita e la competitività delle economie nazionali è andato crescendo, in tutto il mondo. La crisi ha prodotto un ritorno ad importanti interventi dello Stato anche in Paesi, come Gran Bretagna e USA, che passavano per essere rigorosi difensori del *laissez faire*.

In passato, nelle democrazie liberali di mercato, gli Stati (governi nazionali e locali, parlamenti, banche centrali, autorità di regolazione) intervenivano per lo più in quattro modi: finanziando investimenti pubblici, in specie in infrastrutture, educazione, ricerca, e sostenendo la domanda pubblica di beni e servizi (a partire dalla difesa); prevedendo regolazioni e incentivi fiscali miranti a sostenere gli investimenti e l'innovazione; varando appropriati interventi di politica monetaria; e adottando, in

sarà comunque valutata dalla Società di turnaround secondo le regole statutarie ordinarie (e quindi con la determinante partecipazione alla decisione degli investitori privati non garantiti.

Per l'Ilva, come è noto, il Governo ha anche disegnato uno strumento complementare di finanziamento in forma di debito. In particolare, è stato previsto (D.L. 5 gennaio 2015, n.1., convertito in legge n.20, 4 marzo 2015) che l'amministrazione straordinaria di ILVA possa avvalersi di finanziamenti per la realizzazione di investimenti dedicati al risanamento ambientale, all'innovazione, alla ricerca e alla formazione e occupazione. Tali finanziamenti, che potranno raggiungere al massimo i 400 milioni di euro, saranno assistiti dalla garanzia onerosa dello Stato, in questo caso sul 100% del finanziamento, che sarà interamente destinato al risanamento ambientale di un'area territoriale che per lunghi anni ha sofferto delle esternalità negative derivanti dai processi industriali di ILVA. Anche in questo caso si prevede che la scelta dei finanziatori avvenga attraverso una procedura competitiva al fine di individuare quei soggetti che offrono le migliori condizioni economiche e le maggiori garanzie in termini di solidità finanziaria e reputazione. A tale procedura Cdp parteciperà insieme ad alcune banche.

particolare nei momenti di crisi, specifiche misure di sostegno delle imprese strategiche o dei settori in difficoltà congiunturali.

L'impiego di questi strumenti è oggi, almeno negli Stati dell'Eurozona, assai più difficile: l'attività di regolazione sfugge per buona parte al controllo dei regolatori nazionali; la politica monetaria è di competenza esclusiva della Banca centrale europea; le disposizioni sugli aiuti di Stato limitano severamente gli interventi a sostegno dell'economia; e la crisi delle finanze pubbliche e il *fiscal compact* rendono difficile - quanto meno negli Stati europei ad alto debito pubblico, e dunque costretti ad affrontare impegnativi percorsi di *fiscal consolidation* - finanziare con risorse pubbliche investimenti in infrastrutture e ricerca, incrementi della domanda pubblica, misure di sostegno alle imprese.

Fondamentale diventa, in queste condizioni, identificare e mettere in opera misure e strumenti di sostegno della crescita e degli investimenti che non richiedano l'impiego di risorse pubbliche e che dunque non incidano, o incidano in misura marginale, sul debito delle Amministrazioni pubbliche. Dunque, misure che valgano a mobilitare a tal fine risparmio privato e capitali e finanziamenti privati italiani e stranieri (nonché capitali e finanziamenti pubblici se provenienti dall'estero). Nell'economia globale, i capitali vanno, ovviamente, dove trovano le migliori condizioni, in termini di sicurezza e profittabilità dell'investimento o del finanziamento. La domanda di investimenti e finanziamenti di medio-lungo termine è, nel mondo, in forte crescita, soprattutto nelle economie emergenti che hanno piani di investimento pubblici e privati di dimensioni colossali. Ma anche le economie mature sono costrette a reperire capitali di lungo termine per investimenti e finanziamenti importanti, per reggere alla sfida competitiva, per fronteggiare l'invecchiamento della popolazione e il crescente costo del welfare, per realizzare il passaggio a un'economia low-carbon. La crisi ha peraltro avuto un impatto dirimpente sul tradizionale modello di finanziamento dell'economia reale e delle infrastrutture tipico delle economie continentali europee, che più di altri si basava su un ruolo dominante (e, in Italia, quasi esclusivo) delle banche commerciali. Costrette dalla recessione e dalle nuove regole prudenziali e contabili introdotte per prevenire future crisi a impegnativi processi di *deleveraging*, le banche europee hanno per prime segnalato la necessità di affrontare una difficile transizione verso un modello più equilibrato e meno banco-centrico. In specie nei Paesi dell'Europa meridionale, la crisi economica e finanziaria ha giocato un ruolo acceleratore di questi processi, facendo emergere fenomeni di *credit crunch* e di *equity crunch* che hanno aggravato la recessione, con conseguente deterioramento della qualità del credito bancario all'economia reale e l'ulteriore accentuazione dei processi di *deleveraging*. La profondità e la durata della crisi hanno inciso anche sul meccanismo della "distruzione creatrice", che in condizioni normali produce l'espulsione dal mercato e la chiusura di un numero più o meno rilevante di imprese inefficienti o mal gestite, moltiplicando i

casi di imprese in temporanea crisi, ancorché efficienti e con buone prospettive di crescita e redditività, ma bisognose di interventi di ricapitalizzazione e ristrutturazione.

E' in questo contesto che si è posto, anche in Italia, il problema di come sostenere gli investimenti nelle infrastrutture e nell'economia reale, che sono uno dei fattori determinanti per l'uscita dalla recessione, la ripresa della crescita e il recupero di competitività del Paese. Governo e Parlamento hanno cominciato a discutere delle politiche pubbliche necessarie per superare la recessione, evitare una lunga stagnazione, recuperare competitività, favorire gli investimenti di lungo termine e attrarre capitali privati "pazienti" dall'Italia e dall'estero; e anche di possibili politiche pubbliche a sostegno delle operazioni di ristrutturazione industriale d'impresa in temporanea crisi. Si tratta – come è noto - di politiche che richiedono cambiamenti culturali e normativi non sempre di semplice e rapida attuazione, come quelli necessari per garantire condizioni competitive rispetto ai Paesi nostri concorrenti sul terreno della stabilità politica e normativa, della rapidità e prevedibilità del contenzioso giudiziario, della qualità delle istituzioni e dell'efficienza delle amministrazioni e dei servizi pubblici, del mercato del lavoro, dei costi dell'energia e degli oneri fiscali, contributivi, regolatori e burocratici gravanti sulle imprese, della liberalizzazione del mercato dei prodotti e dei servizi, della qualità del sistema delle infrastrutture e della logistica (c.d. riforme strutturali). E' in questo quadro che si è cominciato a capire, che, nelle more della approvazione e implementazione di queste riforme, anche la Cassa depositi e prestiti doveva essere chiamata a svolgere un ruolo più importante e complesso che nel passato.

Coerentemente con questa dinamica, la Cassa ha attivato strumenti rivolti al finanziamento delle infrastrutture, alla mitigazione dei fenomeni di restrizione del credito soprattutto per le PMI, al supporto all'export. Ha infine avviato forme d'intervento in *equity* per favorire la patrimonializzazione e la crescita dimensionale delle imprese ritenute strategiche. E non esclude, a condizioni compatibili con le sue regole di ingaggio definite dalle normative nazionali, europee e statutarie, anche un suo eventuale apporto a strumenti di ristrutturazione industriale di imprese in temporanea crisi.

I Paesi che, per ragioni di finanza pubblica, non hanno la possibilità di supportare l'economia con risorse provenienti dai bilanci pubblici non possono, infatti, sottovalutare il ruolo di queste singolari "istituzioni di mercato con missione pubblica", di cui la CDP è diventata negli anni uno degli esempi più significativi, affiancando nel panorama europeo istituzioni quali KfW e CDC. Non è probabilmente un caso, che questo ruolo sia venuto crescendo soprattutto nei Paesi dell'Europa continentale, nel contesto di quelle economie sociali di mercato che col Trattato di Lisbona sono state assunte a modello di riferimento dell'intera Unione Europea, e nell'ambito di un sistema politico-istituzionale che prevede vincoli rigorosi

all'intervento diretto degli Stati nell'economia (a partire dal divieto degli aiuti di Stato²⁵) e peraltro prevede anche limiti all'intervento della Banca Centrale maggiori di quelli previsti negli ordinamenti degli altri maggiori Paesi concorrenti.

E' alla luce di questo contesto che si può meglio comprendere la mutazione che la Cassa sta subendo e distinguerne i caratteri strutturali e permanenti, da quelli più congiunturali legati al potente acceleratore costituito dalla crisi economico-finanziaria e dai fallimenti di mercato che essa ha fatto emergere.

Nell'attuale fase congiunturale, in cui le condizioni di accesso al credito e di liquidità nel sistema economico stanno lentamente tornando alla "normalità", il ruolo di Cdp potrebbe ulteriormente modificarsi e ampliarsi, per es. ristrutturando e potenziando maggiormente il complesso dei suoi strumenti di sostegno all'export e all'internazionalizzazione delle imprese (anche in correlazione con la nuova missione di gestione dei fondi della cooperazione internazionale, che recentemente le è stata

²⁵ Nel contesto della crisi, peraltro, la stessa disciplina del divieto di aiuti di Stato meriterebbe di essere riconsiderata e riallineata alle sue finalità originarie, come ho già segnalato in altra sede (Bassanini 2014). Ancor più in generale, peraltro, sarebbe opportuno riconsiderare i limiti e gli spazi d'intervento della politica industriale.

Tra gli obiettivi principali del processo d'integrazione europea c'era e c'è infatti quello di creare un mercato unico dei beni e dei servizi capace di massimizzare le potenzialità e i benefici della libera competizione tra imprese e sistemi produttivi. La prospettiva era di realizzare un grande spazio comune fondato su uno schema d'incentivi alla competizione al fine di stimolare la produttività, l'innovazione e la competitività delle imprese valorizzando al tempo stesso le specificità produttive e le esternalità derivanti dai meccanismi del mercato (distruzione creatrice, auto-selezione, premialità).

Dopo qualche decennio, occorre prendere atto che questa previsione è stata in larga parte disattesa, nella misura in cui permangono barriere strutturali alla competizione tra imprese che operano nelle diverse regioni dell'Europa. Le aziende italiane, ad esempio, scontano evidenti svantaggi competitivi che ne limitano la crescita e lo sviluppo anche a livello globale. Rispetto ai loro *competitor* europei, e in particolare rispetto alla Germania e alla Francia, infatti, le imprese italiane hanno costi più elevati per l'utilizzo dei fattori produttivi, in particolare lavoro, capitale ed energia, per la logistica e per gli oneri burocratici e amministrativi. Tutti questi elementi tendono a creare un mercato frammentato che non permette alle forze della libera competizione di operare in maniera efficiente producendo reali benefici ed esternalità. Anziché un *level playing field*, abbiamo oggi un terreno di gioco paragonabile a una città devastata dalla guerra area.

Per realizzare il Mercato Unico è necessario porsi l'obiettivo di ridurre fino ad annullare questi svantaggi competitivi tra aree economiche: attraverso le necessarie riforme strutturali nazionali, ma anche attraverso interventi diretti dello Stato o di quei soggetti che, perseguendo chiari mandati pubblici, investono in attività d'interesse economico generale. La normativa europea sul divieto di aiuti di Stato, che era nata nella prospettiva di tutelare la concorrenza, dovrebbe quindi essere ripensata al fine di distinguere le azioni distorcenti delle regole del mercato (attraverso una premialità ingiustificata di alcuni soggetti rispetto ad altri) da quegli interventi orientati alla riduzione degli handicap che impediscono una *fair competition* a livello europeo. Anche i più convinti sostenitori dei principi del libero mercato dovrebbero, infatti, riconoscere che questi ultimi interventi non sono lesivi della concorrenza, ma si configurano come azioni che contribuiscono in maniera significativa a creare quel *level playing field* nel quale tutte le imprese europee potranno competere con le stesse possibilità di successo.

affidata), e sviluppando strumenti di garanzia adeguati a favorire l'accesso al credito delle imprese e il finanziamento delle infrastrutture in un contesto nel quale la liquidità è ampia ma gli investimenti e i finanziamenti di lungo termine sono penalizzati dalle regole prudenziali e contabili.

Seguendo la spinta di una *governance* che più esplicitamente rispetto al passato persegue chiari obiettivi di politica industriale, è probabile che il ruolo di Cdp possa evolversi e innovarsi, anche attraverso il sostegno a imprese la cui solidità è stata minata dalla crisi, ma che sono fondamentali per sostenere livelli occupazionali e filiere strategiche per il nostro sistema produttivo.

Questa evoluzione non potrà prescindere tuttavia dal rispetto delle regole e dei limiti che le normative europee, nazionali e statutarie hanno posto a tutela della sua solidità patrimoniale e finanziaria, della sua classificazione come "intermediario finanziario di mercato" non ricompreso nel perimetro delle PPAA, e della tutela degli oltre 20 milioni di piccoli risparmiatori privati che le hanno affidato la gestione dei loro risparmi.

Bibliografia

- Aghion P., Boulanger J e Cohen E. (2011), *Rethinking Industrial Policy*, Brugel Policy Brief.
- ASTRID (2013), *Proposte di politiche pubbliche per il governo del Paese*, a cura di F. Bassanini, ed. Passigli.
- Bassanini F. , *Le Fondazioni di origine bancaria e la Cassa Depositi e Prestiti*, in *Fondazioni*, maggio-giugno 2011
- Bassanini F. (2011), *La nuova missione della Cassa Depositi e Prestiti e la definizione delle sue regole di ingaggio*, *Astrid Rassegna*, aprile.
- Bassanini F. (2012), *La cassa Depositi e Prestiti nell'Economia Sociale di Mercato*, *Formiche*, n.68, marzo 2012 e *Astrid Rassegna*, n. 4/2012.
- Bassanini F. e Gorno Tempini G.(2013), *Prefazione*, in De Cecco M. e Toniolo G. (a cura di), *"Storia della Cassa Depositi e Prestiti. Un nuovo corso: la Società per Azioni"*, Editori Laterza.
- Bassanini F. (2014), , *Finanziare le infrastrutture in Europa. Piano Juncker, Golden Rule e i ruolo delle National Promotional Banks*, in *Astrid Rassegna*, dicembre.
- CDP (2015), *Crescere per competere. Il caso del Fondo Strategico Italiano*, in *Cassa Depositi e Prestiti*, Quaderni, n. 1, marzo.
- Colaccino D. (2012), *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni societarie dello Stato*, *Giornale di diritto amministrativo*, n. 12 , p. 1189-1192.
- Colaccino D. (2015), *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: Il Ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, Rapporto IRPA 2015, n.1, in corso di pubblicazione.
- De Cecco M. e Toniolo G. (2013), *"Storia della Cassa Depositi e Prestiti. Un nuovo corso: la Società per Azioni"*, Editori Laterza.