

La “mutazione” della Cassa Depositi e Prestiti: bilancio di un quinquennio (2009-2015)¹

Franco BASSANINI

Negli ultimi cinque anni (2009-2015), la Cassa Depositi e Prestiti ha subito una **straordinaria mutazione**. Ne ho descritto alcuni aspetti, quelli attinenti più direttamente alla attuazione delle politiche industriali del Governo, in un articolo in corso di pubblicazione in “L’Industria” (storica

¹ Il testo riproduce, con qualche modesta integrazione e l’eliminazione delle comunicazioni iniziali, la lettera inviata dall’Autore, nella sua veste di Presidente della Cassa Depositi e Prestiti, agli azionisti, ai membri del CdA, del Collegio sindacale, e del Comitato di supporto della società, nonché ai parlamentari componenti della Commissione di Vigilanza sulla stessa. Nella lettera, datata 8 luglio 2008, l’Autore comunicava che: “lo scorso 15 giugno il Presidente del Consiglio dei Ministri, Matteo Renzi, mi ha illustrato le ragioni che, a suo avviso, consigliano di non attendere la scadenza naturale del mandato dell’attuale Consiglio di amministrazione di CDP (che ha ormai sostanzialmente portato a compimento l’attuazione del Piano Industriale 2013-2015), ma di procedere subito al suo rinnovo, insediando così un nuovo Consiglio che abbia davanti a sé un mandato triennale e possa impostare fin da ora il prossimo piano industriale 2016-2018, avendo poi piena responsabilità della sua attuazione. Il Presidente Renzi mi ha conseguentemente richiesto la disponibilità a favorire questo ricambio mettendo il mio mandato di Presidente del CdA di CDP a disposizione dell’Assemblea dei soci. Mi ha nel contempo prospettato l’ipotesi di assumere altri incarichi al servizio del Paese. Tra questi, ho ritenuto di accettare quello di consigliere speciale del Presidente del Consiglio: un incarico che mi permetterà di collaborare direttamente con lui a Palazzo Chigi, pur conservando alcune cariche che ho precedentemente assunto in società del gruppo Cdp e, innanzitutto, in Metroweb Italia e Metroweb Sviluppo, società che avranno un ruolo rilevante nella attuazione del Piano Banda Ultra larga del Governo. Nello spirito di leale collaborazione con il Governo (e con tutti gli azionisti) che ha sempre ispirato i miei comportamenti, intendo accogliere la richiesta del Governo e mettere dunque il mio mandato a disposizione dell’Assemblea dei soci al fine di consentire l’elezione del nuovo CdA”.

La lettera così proseguiva: “Tengo a sottolineare che la richiesta del Governo **non** è stata in alcun modo motivata, per quanto a me noto, da giudizi negativi né sull’operato degli amministratori, né tantomeno sull’attività di CDP ed i risultati conseguiti. Peraltro, né da Renzi né da Padoan sono state avanzate al riguardo critiche o riserve. Entrambi hanno anzi manifestato un forte apprezzamento per i risultati conseguiti, riassunto nel comunicato del Presidente del Consiglio del 19 giugno in questi termini: “I vertici di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) hanno, in questi anni, rafforzato il ruolo di CDP e ottenuto importanti risultati nel supporto all’economia, assicurando agli azionisti consistenti dividendi. La Cassa ha acquisito, del resto, una posizione di primo piano tra le grandi istituzioni finanziarie pubbliche del mondo”. Se così non fosse stato - se cioè la richiesta mi fosse stata invece prospettata nei termini descritti in queste settimane da alcuni mezzi di informazione e da commentatori disinformati o interessati - la mia decisione sarebbe stata certamente diversa. Avrei ritenuto doveroso difendere in ogni sede lo straordinario lavoro svolto in questi anni dagli amministratori, dai dirigenti, dai dipendenti e dai collaboratori di CDP, con il supporto attento e sempre costruttivo dei suoi azionisti. Avrei documentato che – contrariamente a quanto detto o scritto - nessuna indicazione strategica proveniente dagli azionisti è stata disattesa dagli amministratori di CDP, che anzi vi hanno sempre e rapidamente dato attuazione, sempreché non vi ostassero divieti e ostacoli normativi insuperabili. Vi sono stati, è ben vero, casi nei quali gli amministratori di CDP hanno dovuto far presente al Governo che le normative internazionali, europee e nazionali che regolano l’attività della Cassa le vietavano di intervenire. I casi più noti, e di cui si è ampiamente parlato sulla stampa italiana e internazionale, hanno riguardato interventi mediante l’apporto di capitale di rischio in aziende in difficoltà quali Parmalat, Montepaschi e Alitalia. I Governi dell’epoca (Berlusconi, Monti e Letta) non ebbero difficoltà a riconoscere la fondatezza delle ragioni di CDP, dunque l’insormontabilità dei divieti normativi ad un suo intervento. Quanto a ILVA, un intervento diretto di CDP nel suo capitale avrebbe incontrato i medesimi divieti (a partire da quello di aiuti di Stato); ma agli amministratori di CDP (e personalmente al sottoscritto) si deve la identificazione di una soluzione (poi accolta dal Governo Renzi), che, attraverso l’investimento con garanzia dello Stato in una società specializzata in operazioni di *turnaround* e partecipata da privati non garantiti, potrà consentire alla Cassa di dare un contributo importante alla ristrutturazione di aziende strategiche per l’economia italiana, senza violare le norme europee e nazionali che ne disciplinano l’attività. Quanto a Telecom Italia, nessuna richiesta di acquisizione di quote del suo capitale è stata rivolta dal Governo agli amministratori di CDP fino ad oggi”.

rivista dell'editrice Il Mulino), anticipato lo scorso aprile su questa Rivista elettronica². Ho cercato di avviare, in quello scritto, una riflessione sulle ragioni oggettive di questa trasformazione, sulle prospettive future, nonché sui vincoli internazionali, europei e nazionali che definiscono il "modello CDP", ma che costituiscono anche limiti precisi e, almeno in parte, invalicabili, alla sua evoluzione nel tempo. La prosegue e la aggiorno nelle pagine che seguono.

Alcuni elementi quantitativi per un bilancio del quinquennio

L'estensione del perimetro di attività

A partire dal 2008, CDP ha progressivamente assunto un ruolo centrale nel supporto delle politiche pubbliche e dell'economia del Paese, passando da holding finanziaria dedicata a finanziare gli investimenti delle pubbliche amministrazioni a vera e propria **National Development Bank** che concede liquidità al sistema bancario per garantire l'accesso al credito delle PMI, interviene nel capitale di rischio delle imprese per favorirne la crescita dimensionale e l'internazionalizzazione, sostiene le esportazioni italiane, supporta la realizzazione di opere infrastrutturali mediante strumenti di partenariato pubblico-privato. Pur restando di gran lunga **il maggiore finanziatore degli investimenti pubblici**, CDP ha così molto ampliato il suo perimetro di azione, principalmente lungo le seguenti direttrici:

- ✓ supporto agli Enti pubblici, fornendo: a) finanziamenti agli enti territoriali; b) impulso alla **valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico**; c) sviluppo e finanziamento di progetti di **social housing**; e d) sblocco dei **pagamenti dei debiti della Pubblica Amministrazione**;
- ✓ **promozione della bancabilità delle opere infrastrutturali** sia attraverso linee di credito e garanzie che mediante capitale di rischio (FSI, F2i, Marguerite, Inframed, Metroweb);
- ✓ **semplificazione dell'accesso al credito delle imprese e delle famiglie** e della loro **proiezione sui mercati internazionali**, avviando il supporto all'export e lanciando sia nuovi strumenti di debito (plafond PMI, Beni Strumentali, Reti di Imprese, MID, Casa) che di equity (fondi Minibond e Venture Capital);
- ✓ **valorizzazione degli asset strategici per il Paese**, sia attraverso partecipazioni dirette (Sace, Simest, Snam, Terna, Eni, etc) che attraverso la costituzione di FSI
- ✓ promozione dell'**attrazione di capitali e finanziamenti stranieri** in Italia mediante attività di *fund raising* e accordi di coinvestimento o cofinanziamento (con Kuwait Investment Authority, KfW, BEI, BnDes, State Grid of China, Shanghai Electric, Qatar Holding, RDIF, CDB, per oltre 8 miliardi di euro, negli ultimi due anni).

L'aumento dell'attivo

Dal 2008 al 2015 il **totale dell'attivo di CDP** ha raggiunto circa 400 €/mld (stima a metà 2015), quasi il doppio rispetto alla fine del 2008, con un significativo aumento dello stock dei **crediti** a clientela e banche (**106 €/mld, +29%**) e del **portafoglio partecipativo (30 €/mld, più che raddoppiato)**. Al contempo, è stato avviato un programma di **investimenti in titoli governativi** (35

² F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti*, in *Astrid Rassegna*, n. 8/2015.

€/mld nel 2015), anche a supporto del bilancio dello Stato soprattutto nei momenti di forte tensione sul debito pubblico. Tali obiettivi di investimento sono stati peraltro raggiunti senza intaccare le risorse messe a disposizione dello Stato per finanziare il debito pubblico attraverso il conto corrente di tesoreria: quest'ultimo è passato da poco più di **100 €/mld** a circa **150€/mld**.

Dati in €/mld, %

	dic-08	mar-15	Variazione %
Totale Attività	208,5	371,4	78%
C/C Tesoreria	102,6	147,1	43%
Crediti	82,2	105,7	29%
Partecipazioni	13,9	29,6	113%
Titoli	0,7	35,3	5.230%

Tra dicembre 2008 e marzo 2013, la **quota di CDP** rispetto all'intero stock di **finanziamenti agli enti pubblici** è cresciuta dal **39%** al **47%** mentre la quota relativa ai soli **enti locali** (Province e Comuni) è aumentata dal **46%** al **51%**. Per quanto riguarda i **flussi di nuovi finanziamenti agli enti territoriali** (Regioni, Province e Comuni), la quota CDP è cresciuta dal **76%** nel dicembre 2008 al **98%** nel dicembre 2013 (ultimo dato disponibile): CDP è ormai di fatto il solo finanziatore a medio-lungo termine degli investimenti degli enti territoriali.

Dati in %

	dic-08	mar-15
Quota di mercato CDP		
Stock finanziamenti Enti pubblici ¹	39%	47%
Stock finanziamenti Enti locali ²	46%	51%
Flussi nuove concessioni Enti territoriali ³	76%	98% ⁴

¹Amministrazioni centrali ed Enti territoriali. ²Province e Comuni. ³Regioni, Province e Comuni.

⁴Dicembre 2013 (ultimo dato disponibile)

L'incremento della raccolta e il rafforzamento patrimoniale

CDP continua a godere della fiducia di oltre 20 milioni di italiani che ad essa affidano la gestione e gli impieghi dei loro risparmi. Il **risparmio postale** è rimasto infatti la principale fonte di raccolta di CDP, con uno stock pari a oltre **250 €/mld (+45% rispetto al 2008)**, anche grazie al consolidamento del rapporto distributivo con Poste Italiane (con il rinnovato accordo pluriennale fino al 2018, fondamentale anche ai fini della privatizzazione dell'azienda postale). Nell'ottica del rafforzamento degli strumenti a disposizione per supportare l'economia del Paese è stata peraltro avviata una progressiva **diversificazione delle forme di raccolta** attraverso il ricorso ad un ventaglio di strumenti sempre più ampio. Si segnalano in particolare (i) l'ampliamento del programma *Euro Medium Term Notes* (EMTN) alla Gestione Separata, (ii) l'emissione del primo bond retail CDP che

ha registrato una richiesta superiore a ogni previsione, (iii) l'avvio del programma Optes (a marzo 2015 il relativo saldo è pari a circa 60 €/mld), (iv) un incremento significativo della raccolta attraverso il canale bancario grazie all'accesso alle linee di finanziamento BCE e, infine, (v) l'attivazione del programma di Commercial Paper.

Tale processo è stato inoltre accompagnato da un importante rafforzamento patrimoniale necessario a sostenere le sfide presenti e future di CDP. Il **patrimonio netto è infatti raddoppiato** dal 2008 al 2015, raggiungendo quasi **20 €/mld**.

Dati in €/mld, %

	dic-08	mar-15	Variazione %
Totale Passività	208,5	371,4	78%
Risparmio Postale	175,1	253,6	45%
Raccolta da banche	0,5	12,5	2.571%
Raccolta da clientela	10,1	73,0	622%
Titoli obbligazionari	9,9	10,7	8%
Patrimonio netto	9,7	19,4	100%

La crescita dell'utile

L'ampliamento delle attività di CDP è stato inoltre realizzato garantendo altresì **importanti risultati economici**. L'**utile medio dopo le imposte** del periodo 2009-2014 è stato di **2,2 €/mld, oltre il 60%** in più rispetto all'utile registrato nel 2008. Sono stati **garantiti agli azionisti** rendimenti adeguati ed in progressiva crescita, con un **rendimento medio sul capitale sociale passato dal 7% a oltre il 20%**. Nonostante il forte ampliamento delle attività di CDP, il **cost/income** è rimasto eccezionalmente contenuto.

Dati in €/mld, %

Conto economico	Esercizio 2008	Media 2009-2014	Variazione %
Margine intermediazione	2,0	2,8	40%
Risultato di gestione	1,9	2,7	39%
Utile dopo le imposte	1,4	2,2	61%
Dividendo erogato	0,25	0,72	196%
Rendimento su capitale sociale	7%	21%	196%
Organico (<i>fine periodo</i>)	405	597	47%
Cost-income	3%	4%	30%

La dimensione internazionale

Ancora nel 2008, l'attività di CDP si svolgeva esclusivamente entro i confini nazionali. Unica eccezione un piccolo fondo di investimento in infrastrutture (Fondo Galaxy, oggi in liquidazione) ,

costituito da CDP, dalla francese Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), e dalla tedesca Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW).

Da allora, lo scenario è totalmente cambiato: CDP è oggi promotrice e core sponsor insieme alla Commissione europea, alla BEI, a CDC, a KfW, allo spagnolo Instituto de Credito Oficial e alla polacca PKO Bank Polski SA del fondo infrastrutturale Marguerite (*2020 European Fund for Energy, Climate Change & Infrastructure*)³, e, insieme a BEI, CDC, alla egiziana Banca Hermès e alla marocchina Caisse des Dépôts et Gestion, del Fondo Inframed per le infrastrutture nei Paesi del sud e dell’est del Mediterraneo⁴.

CDP è altresì è uno dei quattro soci fondatori del Long-Term Investors Club (gli altri essendo CDC, KfW e BEI), una sorta di federazione degli investitori di lungo termine⁵, che oggi raccoglie le maggiori National Promotional Banks del mondo, insieme con un ristretto e selezionato numero di altri investitori (18 in totale, tra i quali la China Development Bank e la russa Vnesheconombank), per un *combined balance sheet* totale di 5.400 miliardi di dollari USA. Il Club, attualmente presieduto dall’Autore di questo articolo, ha lo scopo di promuovere un ambiente politico, culturale e regolatorio favorevole agli investimenti di lungo termine come fattore determinante per la crescita economico, di sviluppare le relazioni di amicizia e le iniziative comuni tra i suoi membri e di promuovere joint venture o coinvestimenti fra gli stessi⁶. Da ultimo, il Club ha promosso una Associazione regionale europea degli investitori di lungo termine (ELTI)⁷, che raccoglie ventisei istituzioni finanziarie a partecipazione pubblica dei Paesi della UE (per un *combined balance sheet* di 2.450 miliardi di euro), e ha promosso il cosiddetto D20 (*Development 20*), che raccoglie le National Promotional Banks e le altre istituzioni finanziarie pubbliche dei paesi del G20. Con KfW, CDC, ICO, e la polacca Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK), CDP ha più di

³ V.: <http://www.marguerite.com/#>

⁴ V.: <http://inframed.com/>

⁵ V.: www.ltac.org

⁶ Sul sito del Club, le sue finalità sono così rappresentate: “In the future there will be a growing demand for long-term investment both in the advanced and in the emerging countries. In mature countries, there is a pressing need to finance infrastructure, innovation, environmental programs, as well as to prepare for the consequences of an ageing population. In developing countries, the income per capita catching up process is requiring vast investment in infrastructure (transportation, TLC, energy, urbanization). An intense and positive competition for long term finance, therefore, will characterize the world in the coming years. There is a general need to enlarge the worldwide share of financing for long-term capital investment at the expense of the short termism and speculation. In 2009 Caisse des Dépôts, Cassa Depositi e Prestiti, the European Investment Bank and Kreditanstalt für Wiederaufbau created the [Long-Term Investors Club \(LTIC\)](#) with the aim of bringing together major worldwide institutions to emphasis common identity as long-term investors, to encourage cooperation and to foster the right conditions for long-term investments in promoting growth. Today the Long-Term Investors Club gathers 18 major financial institutions and institutional investors from all over the world mainly from G20 countries, representing a combined balance sheet total of USD 5.4 trillion. The LTIC has done much progress since its foundation to foster long-term investment not only in the EU but globally. Cooperation among members has developed sensibly and policy makers, at the European and G20 level, are increasingly aware of the role LTIs can play. We believe that a long-term vision of finance and economy represents a real change of paradigm to get a strong, sustainable and balanced growth in global economy” - Professor Franco Bassanini, LTIC Chairman and President of Cassa Depositi e Prestiti

⁷ V.: <http://www.eltia.eu/index.php>

recente promosso il Club dei Cinque più uno (uno essendo la BEI), con il compito di coordinare le iniziative e le azioni delle principali National Promotional Banks europee nei confronti delle istituzioni europee e delle autorità di regolazione europee e internazionali, al fine di promuovere le migliori condizioni per potenziare l'intervento delle NPBs a sostegno della crescita e della competitività europee e la collaborazione con le istituzioni dell'Unione (a partire dalla attuazione del Piano Juncker).

Uno straordinario sviluppo hanno altresì avuto nell'ultimo quinquennio le iniziative di cooperazione bilaterale, in particolare tra CDP e KfW, CDP e BEI e CDP e CDC (ma anche con l'ICO spagnola, con la russa Vnesheconombank, con la China Development Bank, con la brasiliana BNDes, con le Casse greca, tunisina e marocchina), sotto forma di coinvestimenti e cofinanziamenti comuni e di scambi di esperienze e di funzionari.

Con l'acquisizione del controllo di Sace e Simest, CDP ha poi assunto il ruolo di coordinamento degli strumenti di promozione e sostegno all'export e alla internazionalizzazione delle imprese, ruolo che sarà ulteriormente potenziato dalla prossima attribuzione a CDP della gestione dei fondi per la cooperazione allo sviluppo, come previsto dalla recente legge che ha riformato il settore (L. 11 agosto 2014 n. 125).

La “mutazione” di Cassa Depositi e Prestiti e le sue ragioni

Ma più che i dati quantitativi, credo debba essere sottolineato un elemento qualitativo, ossia la **capacità di CDP di trasformarsi, di “cambiar pelle”**, di porre in essere le condizioni per svolgere nuovi compiti e avviare nuove attività, adeguandosi tempestivamente ed efficacemente alle **nuove missioni** che gli azionisti, il Governo e il Parlamento le hanno affidato nel corso del tempo, anche per far fronte a una realtà economica e sociale in rapido e impetuoso cambiamento.

La mutazione subita da CDP nell'ultimo decennio non è che in misura secondaria il prodotto di decisioni dei suoi vertici e dei suoi azionisti. E neppure di una “libera e arbitraria” scelta dei Governi e dei Parlamenti, che pure questa mutazione hanno contribuito a realizzare mediante una lunga serie di interventi legislativi. Essa è stata invece, in buona misura, **una conseguenza quasi obbligata dei profondi mutamenti intervenuti in questi anni nell'economia e nella finanza globale**. Cambiamenti strutturali, come la competizione su scala globale, la finanziarizzazione dell'economia, l'affermarsi di regole e comportamenti pro-ciclici e di breve termine, la rapida crescita delle economie emergenti, l'esplosione dei debiti sovrani, i problemi di sostenibilità delle finanze pubbliche (di molti Stati, in ispecie europei) e la crescente inadeguatezza delle dimensioni e degli strumenti a disposizione 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 un sistema nel quale restano fondamentali le regole del mercato, come strumento in grado di selezionare tramite la concorrenza soggetti efficienti, di premiare la produttività e di penalizzare l'inefficienza, non è tuttavia marginale il ruolo che il settore pubblico può comunque svolgere, non solo come regolatore dell'attività economica, in grado di ridurre i costi di transazione, di promuovere l'istruzione e la ricerca e garantire un sistema fiscale equo ed efficace, ma anche come promotore di politiche industriali rivolte al sostegno delle imprese, al fine di metterle in condizione di *level playing field* rispetto ai concorrenti.

La globalizzazione e la crisi hanno così 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 ispecie 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 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 delle 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).

Ma 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 dirompente 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 compreso la necessità di affrontare una difficile transizione verso un modello più equilibrato e meno banco-centrico. In ispecie 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 ulteriore accentuazione dei processi di *deleveraging*.

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, per la ripresa della crescita e per il recupero di competitività del Paese. Governo e Parlamento hanno cominciato a discutere delle **politiche pubbliche necessarie per favorire gli investimenti di lungo termine e attrarre capitali privati "pazienti" dall'Italia e dall'estero** (a questa discussione CDP ha dato un contributo propositivo tutt'altro che irrilevante). 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 similari a quelle dei 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.

E' in questo quadro che si è cominciato a capire, che, nell'attesa di queste riforme, anche la Cassa depositi e prestiti doveva essere chiamata a svolgere un ruolo più importante e complesso che nel passato. In effetti, i Paesi europei, che per ragioni di finanza pubblica non hanno la possibilità di supportare l'economia con risorse provenienti dai bilanci pubblici, non possono sottovalutare il ruolo di queste singolari **"istituzioni finanziarie di mercato con missione pubblica"**, di cui la CDP è diventata negli anni uno degli esempi più significativi, affiancando istituzioni di più consolidata tradizione 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 Stato illegittimi) e peraltro prevede anche limiti all'intervento della Banca Centrale maggiori di quelli previsti negli ordinamenti degli altri più importanti Paesi concorrenti.

Il "business model" di CDP

Il ruolo principale della CDP è sempre stato, anche nei primi 150 anni della sua storia, quello di sostenere l'infrastrutturazione e la crescita del Paese, trasformando i risparmi delle famiglie, una tipologia di raccolta per lo più rimborsabile "a vista", in investimenti e finanziamenti a lungo termine. Ma, mentre per 150 anni la CDP ha operato quasi esclusivamente mediante il finanziamento di investimenti delle amministrazioni pubbliche, oggi opera attraverso un'ampia gamma di interventi e di impieghi, mediante finanziamenti, capitale di rischio, garanzie.

La missione e il ruolo tradizionale della Cassa restano ancora fondamentali. La Cassa continua ancora ad essere, come si è visto, il maggior finanziatore degli investimenti pubblici. Ma il finanziamento degli investimenti delle amministrazioni pubbliche ha comunque un impatto sul deficit e sul debito pubblico. Dunque, incontra limiti severi derivanti dalla necessità di affrontare un impegnativo processo di *fiscal consolidation* e di rispettare i vincoli imposti dal Patto di stabilità (europeo ed interno). Da un lato, dunque, la spesa per investimenti pubblici ha subito per prima l'impatto di politiche di bilancio restrittive. Dall'altro, la crescita del risparmio postale suggeriva di riflettere sulla praticabilità di altri impieghi, utili a sostenere la crescita e l'infrastrutturazione del Paese, ma non suscettibili di incidere negativamente sul debito pubblico e sui saldi di finanza pubblica ma, anzi, capaci di contribuire alla riduzione del rapporto debito/PIL mediante la crescita del denominatore. L'osservazione di quanto da tempo si era cominciato a fare in altri Paesi - dell'Europa continentale (Germania, Francia) ma non solo (Brasile) - ha aperto così la strada a una serie di interventi legislativi che hanno, sia pure a pezzi e bocconi, notevolmente ampliato il ruolo storico e gli strumenti di intervento di CDP, in settori che fino a pochi anni fa erano considerati al di fuori del perimetro della sua attività. Anche a questo proposito non è mancato il contributo dei vertici di CDP, che hanno avanzato suggerimenti e proposte, in buona parte ma non totalmente accolte dai decisori pubblici.

E così la CDP è stata progressivamente autorizzata a impiegare le risorse private da essa raccolte attraverso forme e tipologie di intervento sempre più varie e articolate, fermo restando il vincolo a rispettare le regole e i comportamenti tipici della di una *market unit*, ovvero il finanziamento delle proprie attività tramite l'offerta di prodotti e servizi a condizioni di mercato, requisito fondamentale per il mantenimento della sua classificazione al di fuori del perimetro delle PPAA (con conseguente deconsolidamento del suo debito dal debito pubblico ai sensi della contabilità europea SEC95). Sopravvivono casi marginali nei quali CDP opera come mero gestore di fondi pubblici: è il caso, ad esempio, , come nel caso dei fondi rotativi per la ricerca e l'innovazione delle imprese o per le energie rinnovabili, o nel caso della gestione delle anticipazioni per il pagamento dei debiti commerciali degli enti locali. O casi in cui è autorizzata a svolgere interventi in aree a sostanziale fallimento del mercato, solitamente definiti di tipo *promotional* (edilizia sociale, garanzie all'export non a mercato). Ma si tratta di eccezioni alla regola, per la quale il grosso delle attività della Cassa deve essere svolto **a condizioni di mercato**, secondo la logica dell'investitore privato, pur nell'ambito di una missione pubblica di sostegno dell'economia.

In particolare, la crisi economico-finanziaria, con la riduzione dell'offerta di finanziamenti e di capitali di lungo termine, ha esaltato il ruolo di CDP quale **trasformatore di risparmio a breve in investimenti e finanziamenti a medio-lungo termine**, grazie – come si vedrà più oltre - alla garanzia dello Stato su una parte prevalente della sua raccolta, al mantenimento di un'elevata riserva di liquidità, a un'attenta gestione dei rischi e, infine, alla fidelizzazione dei risparmiatori postali.

Sul versante dell'attività di *lending*, che rimane di gran lunga prevalente in termini quantitativi, il finanziamento degli investimenti mediante prestiti alle amministrazioni pubbliche è stato affiancato (e superato in termini di volumi) dal finanziamento a medio termine alle PMI, dal

finanziamento all'export e alla internazionalizzazione delle imprese, dal finanziamento diretto dei progetti infrastrutturali. Attività svolta per lo più fornendo provvista dedicata alle banche commerciali, o in cooperazione con esse (e con la BEI), secondo una logica di **complementarietà** e non di concorrenza con il sistema creditizio privato. Tale logica ha consentito di sviluppare interessanti esperienze di sinergia tra finanziatori di lungo termine e finanziatori di breve termine, particolarmente importante in periodi di crisi e di *credit crunch* (e peraltro non di rado imposta dalle esigenze di *deleveraging* del sistema bancario per far fronte ai nuovi parametri di vigilanza).

Negli ultimi anni, tuttavia, l'insufficiente offerta all'interno del mercato italiano di capitale di rischio per le imprese industriali, per il settore dei servizi e per quello delle infrastrutture, ha condotto il legislatore a ridefinire il ruolo della Cassa anche nel settore del **capitale di rischio**, con l'acquisizione di partecipazioni azionarie in settori considerati strategici e/o di rilevante interesse per l'economia nazionale, al fine di favorire la crescita, l'aggregazione e la internalizzazione delle imprese italiane. La novità ha innescato un dibattito che ha impegnato in questi ultimi anni – come sapete - molti dei maggiori commentatori economici italiani. Alcuni hanno denunciato il pericolo di un ritorno al capitalismo di Stato, paventando il rischio di una nuova IRI o, addirittura, di una nuova GEPI. Altri hanno invece sostenuto che la crisi richiederebbe, oggi come negli anni Trenta, uno strumento di politica industriale utile per contrastare il rischio di deindustrializzazione del Paese e per sostenere le imprese strategiche messe temporaneamente in ginocchio da una recessione più profonda e più prolungata che altrove.

Entrambe le opinioni trascurano tuttavia dati di fatto essenziali. In primo luogo, l'IRI era essenzialmente una società di gestione di partecipazioni. La componente di capitale di rischio, rispetto al totale delle attività della CDP, è invece inferiore al 15%. Se da tale componente si escludono le partecipazioni conferite o vendute dallo Stato, sulla base di valutazioni fatte dal Governo e dal Parlamento in riferimento alla rilevanza strategica di tali partecipazioni, la quota risulta addirittura inferiore al 5%. Si può aggiungere che le altre linee di attività della CDP e, in particolare, gli strumenti "non *equity*" di supporto all'economia, sono non solo più rilevanti da un punto di vista dimensionale rispetto agli interventi in capitale di rischio, ma anche non meno importanti ai fini della crescita del Paese: mi riferisco al finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI), al credito alle esportazioni, al finanziamento diretto e indiretto delle infrastrutture, alla concessione dei mutui di scopo per il finanziamento degli investimenti degli Enti territoriali, alle attività di edilizia sociale e alle linee di intervento per la ricostruzione post-sismica.

In secondo luogo, per legge e per statuto, CDP può investire soltanto in società in condizione di stabile equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, con adeguate prospettive di crescita e redditività. Il salvataggio di aziende in crisi, che fu all'origine della creazione dell'IRI e della GEPI, non rientra dunque nel perimetro delle attività di CDP. Non si tratta peraltro solo di un vincolo stabilito dalla legge e dallo Statuto, dunque facilmente rimuovibile qualora lo vogliano il Governo e il Parlamento e gli azionisti. La normativa vigente, sia primaria, sia statutaria, riflette infatti precisi vincoli europei: qualora CDP investisse in società in crisi, come fece ad esempio l'IRI in vari periodi della sua storia, compreso il glorioso periodo iniziale, e come fece la GEPI, da un lato si porrebbe il problema di una possibile violazione della normativa europea sul divieto di aiuti di Stato illegittimi

e, dall'altro, potrebbero accendersi i riflettori di Eurostat sulla natura del rapporto tra la CDP e lo Stato, con una possibile riclassificazione della Cassa entro il perimetro delle pubbliche amministrazioni in quanto mero strumento delle politiche di intervento governativo (con conseguente riconsolidamento delle passività della Cassa nel debito pubblico).

In terzo luogo, l'IRI impiegava principalmente capitali pubblici mentre CDP impiega principalmente risorse private, provenienti dalle famiglie e, in parte minore, dai mercati finanziari. CDP ha, è vero, una dotazione di capitale pubblico, che è stata conferita dal Ministero dell'Economia e delle Finanze all'atto della trasformazione in S.p.A., ma si tratta, tuttavia, di una dotazione molto contenuta, pari a circa 2,5 miliardi di euro, a fronte, ad oggi, di oltre 350 miliardi di impieghi. Mentre per il funzionamento dell'IRI le risorse pubbliche rivestivano un ruolo fondamentale, nel caso di CDP sono i risparmi privati, ovvero la raccolta postale – nel caso di famiglie e imprese – e la raccolta obbligazionaria – nel caso del mercato dei capitali – ad avere un ruolo fondamentale.

Insomma, e per riassumere: la trasformazione dell'operatività della CDP avvenuta nell'ultimo settennio, che ha dato luogo al "nuovo corso" (o anche alla "nuova" Cassa, come viene spesso definita), va inquadrata nel contesto più ampio dello scenario macroeconomico nazionale ed internazionale. Le vicende di questi anni e le riflessioni emerse in seguito alla crisi, hanno evidenziato un problema di non facile soluzione, ovvero la scarsità di risorse a disposizione, sia di debito, sia di capitale, per finanziare i piani di investimento a lungo termine delle imprese industriali e, ma anche per sostenere la domanda di investimento del sistema delle infrastrutture fondamentali del Paese. Inoltre, il deterioramento della qualità del credito bancario dovuto alla recessione economica, la nuova regolamentazione finanziaria e i nuovi strumenti di vigilanza, introdotti per prevenire l'insorgere di nuove crisi sistemiche, hanno finito per incentivare le banche ad attuare processi di riduzione degli attivi e ad inasprire la carenza di risorse finanziarie con un orizzonte di lungo termine. Questi processi hanno reso sempre più difficile la realizzazione degli investimenti di lungo periodo, che sono il motore della crescita e della competitività di ogni sistema economico. L'importanza di tali investimenti risulta ancora più evidente ai fini del processo di consolidamento fiscale, in quanto essi sono in grado di influenzare positivamente la dinamica del rapporto debito/PIL, incrementando, come ho anticipato in precedenza, il denominatore del rapporto.

In questo contesto è emerso come fondamentale il ruolo di CDP di trasformatore del risparmio a breve in finanziamenti a medio e lungo termine. Si tratta di un ruolo delicato e non sempre compreso, che si basa su tre elementi fondamentali. Il primo fattore è dato dal mantenimento di una **disponibilità liquida** molto superiore a quella di altre istituzioni finanziarie, a fronte di una raccolta prevalentemente "**a vista**". Tale liquidità è utilizzata sostanzialmente per contribuire alla gestione del debito pubblico. Il secondo elemento è costituito dalla regolarità statistica secondo cui il risparmiatore postale si comporta da **risparmiatore "paziente"**, incentivato dalla garanzia dello Stato sui prodotti e dalla possibilità di rimborso anche in anticipo, ottenendo la restituzione del capitale e degli interessi maturati, senza perdite o penalizzazioni (quanto ai tassi di rendimento dei prodotti postali di risparmio, essi sono competitivi se confrontati con il *benchmark* giusto, ovvero i depositi rimborsabili a vista o con preavviso e non i depositi vincolati). Tipicamente

il risparmiatore postale non è alla ricerca di rischi, ma è interessato ad una gestione prudente dei propri risparmi. Per questo il **rapporto di fiducia** che si instaura tra i risparmiatori e la CDP rappresenta uno dei fattori più importanti di questo delicato meccanismo, su cui bisogna vigilare attentamente affinché rimanga inalterato nel tempo. Il terzo elemento è dato da **un'attenta e rigorosa attività di risk management**, monitorata e supportata dalla vigilanza speciale della Banca d'Italia, alla quale CDP è sottoposta come istituzione finanziaria non bancaria.

Nel rispetto dei vincoli che comunque CDP deve rispettare (e che sono meglio analizzati nell'articolo allegato), si è comunque pervenuti, da ultimo, a ritagliare un ruolo per la Cassa anche nelle **operazioni di ristrutturazione industriale** di imprese in temporanea crisi. E' il caso della società di *turnaround*, anch'essa meglio descritta nell'ultimo paragrafo dell'articolo allegato, al quale rinvio.

Da tutto quanto precede deriva dunque che il *business model* di CDP non ha quale finalità primaria la massimizzazione del rendimento e l'aumento dei margini ma affianca alla missione pubblica di sostegno all'economia e all'infrastrutturazione del Paese, anche con un ruolo anti-ciclico, il rigoroso impegno a garantire la **sostenibilità economico-finanziaria della sua gestione**⁸ e un **rendimento adeguato e sicuro, ancorché non speculativo**, dei suoi impieghi.

Ciò è, ovviamente, reso possibile dalla natura e dalla **qualità degli azionisti** di CDP, lo Stato e le Fondazioni bancarie: l'uno e le altre (e sia pur a diverso titolo) sono enti *non profit*, che pretendono dividendi accettabili allo scopo di ottenere risorse per le loro attività istituzionali, ma che non hanno finalità speculative, non ricercano *capital gain* di breve termine, non considerano la creazione di valore per gli azionisti come l'unico metro su cui misurare i risultati della gestione della società.

Il ruolo delle fondazioni di origine bancaria

In un sistema, come quello italiano, caratterizzato da una scarsa presenza di investitori istituzionali, l'incontro tra il Ministero dell'economia e le Fondazioni è stata quasi una scelta obbligata nel momento in cui, all'atto della trasformazione della sua natura istituzionale, si decise di aprire il capitale della CDP a un soci privati. Le Fondazioni rappresentano in Cassa un **nucleo stabile di azionisti privati "pazienti"**, orientati al lungo periodo e, di conseguenza, attenti alla redditività dell'investimento nel tempo e, peraltro, non dominati dall'ottica della massimizzazione del profitto. Il loro stretto **collegamento con le società e le economie territoriali** ha inoltre offerto alla attività della Cassa l'occasione di importanti sinergie (si pensi all'*housing* sociale, nel quale le Fondazioni avevano maturato importanti esperienze) e ha consentito loro di partecipare in modo attivo e assai proficuo alla definizione delle strategie di intervento di CDP. La loro natura di istituzioni *no profit*, vocate a finanziare attività sociali, culturali, di ricerca e di innovazione di

⁸ Un'adeguata redditività è infatti indispensabile per consentire all'istituzione di continuare a svolgere il proprio ruolo nel tempo, facendo fronte ai crescenti impegni assunti su orizzonti di tempo molto lunghi; a differenza di CDP, l'omologa istituzione tedesca, KfW, non corrisponde dividendi all'azionista beneficiaria dell'esenzione fiscale e beneficia della garanzia dello Stato su tutte le passività, nonché su selezionati attivi (come alcune partecipazioni azionarie).

interesse generale, ha consentito loro di condividere con lo Stato il ruolo di azionista di quel singolare ircocervo che è CDP, istituzione finanziaria di mercato ma con missione pubblica.

Nonostante le Fondazioni siano soci di minoranza, oggi con meno del 20% del capitale di CDP, **il loro ruolo non è stato né marginale né subalterno**. Non si è trattato di un ruolo di freno o di conservazione. Lo può dire solo chi si rifiuta di prendere atto dello straordinario contributo che le Fondazioni hanno dato in questi anni alla **coesione sociale, alla crescita culturale e allo sviluppo economico del Paese**. Un ruolo tanto più importante, quanto più la crisi economica produce situazioni di disagio sociale e la crisi fiscale dello Stato riduce le risorse pubbliche a sostegno della cultura, dell'innovazione e della ricerca.

Ma nel sostenere la "mutazione" della Cassa e la ricerca di strumenti innovativi per sostenere la crescita e l'infrastrutturazione del Paese, le Fondazioni hanno vigilato perché ciò avvenisse nel rispetto dei criteri di sana e prudente gestione, che sono peraltro presupposto indefettibile per il riconoscimento a CDP della qualifica di istituzione finanziaria estranea al perimetro della PA. Se è vero che la Cassa ha una missione pubblica, come ho detto, è anche vero che raccoglie risparmio privato e deve accuratamente garantire la redditività e la sostenibilità dei suoi impieghi. Rispetto a questo obiettivo, le Fondazioni si sono mostrate sempre molto attente. A titolo esemplificativo, posso citare il decreto-legge del marzo 2011 che ha attribuito a CDP la possibilità di assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale. Furono le Fondazioni, nella loro veste di azionisti di minoranza, a proporre che lo Statuto aggiungesse, ai criteri individuati dal decreto-legge, due criteri o condizioni aggiuntive: che CDP potesse "assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale [...] (solo allorché) [...] risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività". In sede di conversione, le stesse condizioni furono inserite dal Parlamento nel testo del decreto-legge, allineando il testo della disposizione legislativa a quello statutario: un singolare precedente di recepimento in legge di disposizioni statutarie interpretative approvate, nella sua autonomia, dalla assemblea degli azionisti di una società a partecipazione pubblica, nell'evidente intento di porre un argine solido nei confronti di improprie ingerenze della politica.

Non è stato l'unico caso, in questi anni, nel quale la presenza nell'azionariato di CDP di soci di minoranza privati radicati nel territorio e nella società ha contribuito a evitare un improprio uso del risparmio delle famiglie raccolto dagli sportelli postali. Penso che sarà così anche in futuro.⁹

⁹ La lettera agli azionisti (vedi nota 1) terminava poi con queste parole: "Un ringraziamento forte e sincero va infine all'AD Giovanni Gorno Tempini, ai miei colleghi del Consiglio d'amministrazione e del Collegio sindacale, ai dirigenti e ai dipendenti di CDP: gli straordinari risultati conseguiti sono il frutto della loro competenza, della loro dedizione e della loro passione civile. E un altrettanto forte augurio di buon lavoro va ai nuovi vertici di CDP, ai quali spetta il compito non solo di proseguire il lavoro svolto ma anche di cercare nuove strade e nuovi strumenti: a loro assicuro tutta la collaborazione e il supporto che riterranno utile avere da me, nel comune impegno per il Paese e per la "nostra" Cassa Depositi e Prestiti."