



**FORUM  
DISUGUAGLIANZE  
DIVERSITÀ**

# **I MATERIALI**

**15 PROPOSTE PER  
LA GIUSTIZIA SOCIALE**

**I** Ispirate dal Programma  
di Azione di Anthony Atkinson

Luca Enriques

*LUISS Guido Carli*

e

Federico M. Mucciarelli<sup>1</sup>

*Università di Modena e Reggio Emilia*

## **Governance pubblica e privata delle politiche pubbliche per obiettivi: una proposta di riforma della *governance* della Cassa Depositi e Prestiti**

SOMMARIO: 1. Le politiche pubbliche per obiettivi. – 2. La Cassa Depositi e Prestiti come holding pubblica. – 3. Due esempi stranieri: Germania e Cina. – 3.1. Germania: la *Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)* – 3.2. La *holding* pubblica cinese. – 4. Stabilità e trasparenza degli obiettivi pubblici. – 5. *Governance* della CDP e regole di trasparenza. – 5.1. *Governance*. – 5.2. Trasparenza. – 6. Rapporti con le società partecipate e con investitori privati. – 6.1. Rapporti con le società partecipate. – 6.2. Rapporti con investitori privati. – 7. Conclusioni.

*1. Le politiche pubbliche per obiettivi.* - Secondo la visione più tradizionale dell'intervento pubblico nell'economia, lo Stato ha il compito di investire in imprese e società che operano in settori ritenuti strategici e/o che non possono essere lasciati alla proprietà di privati a causa di fallimenti del mercato<sup>1</sup>. La selezione delle imprese in cui investire, in quest'ottica, dipende da valutazioni riguardanti lo specifico settore industriale (ad esempio, mantenere la produzione

---

!

<sup>1</sup> Una versione ampliata di questo lavoro verrà pubblicata su *Giurisprudenza Commerciale*. Una versione preliminare, invece è stata presentata al seminario *Cambiamento tecnologico e impatto sociale: strumenti per riprenderne il governo*, Fondazione Lelio Basso – Forum Disuguaglianze e Diversità, Gran Sasso Science Institute, l'Aquila, 15 novembre 2018. Ringraziamo Fabrizio Barca, Edoardo Reviglio, Francesco Vella, tutti i partecipanti al seminario e, infine, Renzo Costi per gli utili suggerimenti. Delle opinioni espresse siamo ovviamente i soli responsabili.

1

<sup>1</sup> Ovviamente, lo Stato potrebbe anche svolgere il ruolo di regolatore, non solo di proprietario, cosa che tipicamente accade in settori in cui esistono monopoli naturali o fallimenti del mercato; inoltre, la presenza di partecipazioni azionarie o interventi diretti in attività economiche non escludono stimoli macroeconomici e fiscali di altro tipo. Nella prassi, anche considerazioni politiche di breve termine (ad esempio, mantenere in vita un vettore aereo nazionale, ancorché gestito in perdita) possono essere alla base dell'investimento in determinate imprese o settori, spesso sotto le mentite spoglie di considerazioni strategiche o economiche.

metallurgica o estrattiva nel Paese), ovvero l'impossibilità di assicurare un mercato concorrenziale ed efficiente di un determinato servizio o prodotto (ad esempio, a causa di economie di scala che giustificano un monopolio naturale)<sup>2</sup>.

Di recente, si sta facendo strada la consapevolezza che lo Stato potrebbe selezionare e gestire gli investimenti in partecipazioni azionarie secondo una logica diversa, che non si concentra solo sull'obiettivo di realizzare politiche settoriali o risolvere fallimenti del mercato. Lo Stato, in particolare, potrebbe organizzare le partecipazioni societarie al fine di perseguire obiettivi di sistema (*mission oriented policies*) di lungo periodo (ad esempio: la transizione "verde" del Paese, lo sviluppo tecnologico nelle città al servizio dei cittadini, oppure politiche sociali o abitative) e che richiedono il coinvolgimento e la messa a sistema di vari soggetti, tanto pubblici quanto privati. In quest'ottica, i frutti di questo coordinamento potrebbero non vedersi immediatamente e potrebbero emergere anche a distanza di molto tempo.<sup>3</sup>

Le politiche pubbliche per obiettivi, quindi, potrebbero aprire nuovi mercati e indicare la direzione futura agli investimenti e alla crescita anche del settore privato. In quest'ottica, di conseguenza, spetta a soggetti pubblici il compito di individuare le politiche e gli obiettivi, ma la loro attuazione nel tempo potrebbe essere affidata a soggetti sia pubblici sia privati. Il punto è che anche gli investimenti e le scelte produttive di imprese private, quando inserite nella logica delle *mission*, dovrebbero essere orientate dalle strategie pubbliche decise a monte e dagli impulsi di soggetti.

Le politiche pubbliche per obiettivi richiedono la presenza di un soggetto pubblico, o comunque legato al circuito politico, che le attui attraverso partecipazioni in imprese private, di solito trattandosi di *holding* o di banche di investimento. Ovviamente, l'equilibrio ottimale tra proprietà pubblica e proprietà privata varia e deve essere individuato caso per caso, dipendendo essenzialmente dal rapporto tra possibili fallimenti del mercato (dovuti ad asimmetrie informative) e fallimenti pubblici (spesso dovuti a rendite legate al potere

---

2

<sup>2</sup>Cfr. A. OGUS, *Regulation*, Oxford, 1994, 31.

3

<sup>3</sup>Si veda M. MAZZUCATO *From market fixing to market-creating: a new framework for innovation policy, Industry and Innovation* (2016) 140; M. MAZZUCATO, *Mission-oriented innovation policy and dynamic capabilities in the public sector*, IIPP Working paper, P 2018-05. Sulla possibilità di orientare l'intervento pubblico non solo al fine di evitare fallimenti del mercato si veda già Ogus (nt. 2) 33.

d'imperio dello Stato)<sup>4</sup>. Peraltro, ogniqualvolta lo Stato agisca come proprietario di mezzi di produzione attraverso *holding* pubbliche, si pongono due obiettivi tra loro contrastanti: (a) in primo luogo, occorre garantire un legame anche formale tra il “braccio” dello Stato che detiene la proprietà azionaria e il circuito politico-democratico, ossia il governo (in maniera non dissimile dal problema che sorge riguardo alle autorità indipendenti<sup>5</sup>); (b) in secondo luogo, una regolamentazione ottimale deve far sì che le scelte di investimento e industriali della *holding* cui sono affidate le partecipazioni statali non siano assoggettate agli obiettivi di breve termine o meramente elettoralistici del ceto politico al potere in un dato momento. La regolazione ottimale delle *holding* pubbliche, quindi, si colloca tra queste Scilla e Cariddi: da un lato garantire la democraticità del sistema, dall'altro evitare la cattura da parte di un ceto politico che non vede al di là del proprio tornaconto elettorale.

In Italia, anche dopo le privatizzazioni degli anni Novanta<sup>6</sup>, lo Stato continua a detenere partecipazioni anche di controllo in numerose società per azioni. Questi pacchetti azionari sono in parte detenuti direttamente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e in parte sono di proprietà della Cassa Depositi e Prestiti, la quale non solo fornisce finanziamenti a enti pubblici e privati, ma detiene partecipazioni in numerose società di rilievo. Pertanto, è proprio la Cassa Depositi e Prestiti il candidato naturale a svolgere il ruolo di “braccio” delle politiche pubbliche per obiettivi dello Stato (e, in ultima istanza, della sua politica industriale).

2. *La Cassa Depositi e Prestiti come holding pubblica.* – Una serie continua di riforme nel corso degli ultimi due decenni ha progressivamente accresciuto la possibilità della CDP di agire come *holding* pubblica<sup>7</sup>, accanto alla sua tradizionale funzione di finanziatore degli enti

4

<sup>4</sup>J.E. STIGLITZ, *Il ruolo economico dello Stato*, Bologna, 1992, 61 – 66.

5

<sup>5</sup>Cfr. G. NAPOLITANO, *Regole e mercato nei servizi pubblici*, Bologna, 2005, 99 ss.

6

<sup>6</sup>Per una sintesi si veda, ad esempio: F. BARCA – S. TRENTO, *La parabola delle partecipazioni pubbliche: una missione tradita*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, a cura di F. Barca, 1997, 230 ss.

7

<sup>7</sup>Il d.lgs. 284/1999, art. 1, comma 2, consentiva alla Cassa (allora ancora ente pubblico) di detenere partecipazioni anche di controllo in società di capitali che fossero funzionali ad attività “strumentali, connesse o accessorie ai suoi compiti istituzionali”. La l. 448/2001, art. 47 (la legge finanziaria per il 2002) rimosse il vincolo di strumentalità delle partecipazioni detenute., pur assoggettando le partecipazioni al vincolo

locali e di banca pubblica d'investimento. L'assunzione di questa funzione di holding pubblica viene favorita dalla qualificazione della Cassa come intermediario finanziario<sup>8</sup>, ai sensi dell'art. 107 TUB<sup>9</sup>, nonostante la sua natura oggettivamente bancaria<sup>10</sup>, qualificazione che la legge operò al fine di sottrarre la CDP ai limiti stringenti alla detenzione di partecipazioni industriali che si applicano alle banche<sup>11</sup>. In particolare, al momento della privatizzazione o negli anni immediatamente successivi, lo Stato ha trasferito alla CDP a titolo oneroso alcune partecipazioni in imprese di rilievo strategico<sup>12</sup>. Tali partecipazioni, qualora mirino a perseguire gli obiettivi fondamentali di CDP, vengono incluse nel sistema separato di gestione a fini contabili e organizzativi<sup>13</sup>. A partire dal 2011, infine, la CDP può utilizzare la provvista derivante dal risparmio postale per acquistare partecipazioni in imprese

---

dell'interesse generale e vietando l'acquisto di nuove partecipazioni che fossero di controllo. Questi vincoli vennero rimossi con la trasformazione della Cassa in s.p.a. con il d.l. 30/9/2003, n. 269/2003, art. 5 (convertito dalla l. 326/2003), che rappresenta ancora la norma fondamentale che disciplina la Cassa, ancorché più volte modificata. Infine, la possibilità di acquistare partecipazioni venne ampliata dal d.l. 34/2001, art. 7 (convertito con l. 75/2011). Si veda G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2004, 358 ss.; M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta – Identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012, 123 ss.; A. DONATO, *Il ruolo di holding di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a.: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2015, 370 s.

8

□D.l. 269/2003, art. 5, comma 6.

9

□D.lgs. 385/2003, Testo Unico in Materia Bancaria e Creditizia.

10

□R. COSTI, *L'ordinamento bancario*<sup>5</sup>, Bologna, 2012, 239.

11

□DONATO (nt. 7) 374.

12

□Le prime partecipazioni azionarie furono trasferite dallo Stato (in attuazione del d.l. 269/2003, art. 5 e art. 8) con d.m. 5.12.2003 (10,35% di Enel s.p.a., 10% di Eni s.p.a., 35% di Poste Italiane s.p.a.). A seguito di numerose vicissitudini, attualmente CDP partecipa in numerose società, anche attraverso sub-holding (Fintecna s.p.a., CDP Equity s.p.a., CDP Immobiliare s.p.a., SACE s.p.a., CDP Reti s.p.a.). Il quadro complessivo attuale lo si può vedere sul sito: <https://www.cdp.it/chi-siamo/dati-societari/partecipazioni/partecipazioni.kl>. Per una ricostruzione storica si veda: M.G. FANTINI, *La "straordinaria mutazione del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti nel passaggio dello Stato azionista allo Stato investitore*, federalismi.it, 16 novembre 2018.

13

□D.l. 269/2003, art. 5, comma 8. Questa "gestione separata" comprende le attività finalizzate a perseguire gli obiettivi di cui all'art. 5, comma 7(a) del D.l. 269/2003, ossia il finanziamento attraverso fondi derivanti dall'emissione dei titoli di risparmio postale e di altri titoli normalmente assistiti da garanzia dello Stato, di: (a) Stato e enti pubblici; (b) altre operazioni di interesse pubblico previste nello statuto di CDP. È utile ricordare che la gestione separata non rappresenta una vera segregazione patrimoniale che protegge tali *assets* dalle pretese degli altri creditori di CDP: F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa Depositi e Prestiti*, in *Mercato Concorrenza e regole*, 2004, 355, 362.

strategiche, nel qual caso le partecipazioni così acquistate sono contabilizzate nella gestione separata<sup>14</sup>.

Con riguardo all' idoneità della CDP a perseguire politiche pubbliche per obiettivi, è interessante notare che essa già adesso persegue obiettivi "alti", ossia orienta la propria azione ai 17 obiettivi di sviluppo sostenibile individuati dall' ONU<sup>15</sup>, così come specificati nei Principi di Corporate Governance e Investimento Responsabile della stessa CDP<sup>16</sup>.

In questo contesto, si pone l' interrogativo se sia opportuno accettare compiutamente questa trasformazione del ruolo di CDP e formalizzarne il ruolo di holding pubblica destinata e essere la cinghia di trasmissione di politiche industriali, quasi fosse una nuova IRI. Allo stato attuale, peraltro, la disciplina della CDP non pare possa essere posta seriamente in discussione e mutata radicalmente. Infatti, Eurostat qualifica la CDP tra gli "intermediari finanziari", in quanto sostiene la parte principale del rischio d' impresa e gestisce le proprie attività a condizioni di mercato. In particolare, la garanzia dello Stato a vantaggio della raccolta postale è solo sussidiaria, con la conseguenza che lo Stato si rivarrebbe sul patrimonio di CDP, la quale potrebbe astrattamente fallire. Pertanto, come gli enti omologhi francesi e tedeschi, CDP è esterna al perimetro della pubblica amministrazione e, quindi, al debito dello Stato. Di conseguenza, il risparmio postale è stato sottratto all' area del debito pubblico e viene qualificato come prestito tra privati. Qualsiasi intervento che accentui la natura pubblicistica della CDP e la possibilità di compiere interventi economici non di mercato rischierebbe di violare la disciplina della UE sugli aiuti di stato e, soprattutto, di farle oltrepassare la linea sottile che la separa dal perimetro della Pubblica Amministrazione, con rischi evidenti per il debito pubblico italiano.

Ciò nonostante, è un fatto che la CDP abbia assunto, direttamente o attraverso società controllate, il ruolo di *holding* pubblica anche in settori diversi da quelli strettamente funzionali alla propria attività essenziale (come la partecipazione in Poste S.p.a.). Già adesso, quindi, la CDP detiene partecipazioni anche di controllo in settori strategici in cui lo Stato ritiene sia necessario un proprio intervento propulsivo, sia pure all' interno delle regole del

---

14

<sup>14</sup> D.l. 269/2003, art. 5, comma 8-*bis*, introdotto con d.l. 34/2011.

15

<sup>15</sup> <https://sustainabledevelopment.un.org/?menu=1300>

16

<sup>16</sup> <https://www.cdp.it/chi-siamo/dati-societari/principi-di-corporate-governance/principi-di-corporate-governance-e-investimento-responsabile.kl>.

mercato. Pertanto, anche nel quadro istituzionale attuale, senza mutarne la natura di *market unit* privatistica, occorre individuare regole di *governance* che assicurino che la CDP sia in grado di svolgere in modo efficace il ruolo indicato, nella ricerca di quell'equilibrio tra *accountability* democratica ed esigenza di evitare la cattura della politica di cui si è detto in precedenza. Più in particolare, si pone il problema di garantire, da un lato, che la CDP si muova all'interno di una relazione trasparente con il circuito politico-democratico e, dall'altro, che gli obiettivi di sistema da perseguire siano, da un lato, effettivamente tali e, dall'altro, anche in funzione di ciò, sufficientemente stabili nel medio periodo.

3. *Due esempi stranieri: Germania e Cina.* - Tra i molti possibili, presentiamo di seguito, sia pure in maniera sintetica, due esempi stranieri, ossia la Germania e la Cina, che ci pare possano fornire utili termini di raffronto per comprendere come rendere il quadro istituzionale della Cassa Depositi e Prestiti più coerente con le esigenze di cui si è detto.

3.1. *Germania: la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)* – Nella Germania Federale, sin dal secondo dopoguerra la KfW è stata il “braccio” federale d'investimento. Dapprima essa veicolò gli aiuti del piano Marshall<sup>17</sup>. Successivamente ha fornito supporto agli enti pubblici e alle piccole e medie imprese tedesche. Sul piano strettamente giuridico essa è una una fondazione di diritto pubblico, il cui capitale è fornito per l'80% dallo Stato Federale e per il 20% dai singoli Länder. Viene disciplinata da una legge *ad hoc* del 1948 (*KfWGesetz*) più volte modificata. Le funzioni di KfW sono essenzialmente di finanziamento alle imprese (soprattutto piccole e medie imprese e professionisti) o agli enti locali. In base alla legge bancaria non viene considerata come una banca e si finanzia emettendo obbligazioni sul mercato internazionale (offerte principalmente a investitori istituzionali), garantite dallo Stato federale. Ai fini delle nostre riflessioni, è interessante notare che la KfW svolge un ruolo essenziale anche nel perseguimento di obiettivi pubblici di sistema, quale soprattutto la transizione ecologica del sistema industriale e delle infrastrutture. Essa, inoltre, può anche assumere partecipazioni: in particolare, vennero attribuite a KfW le azioni di Deutsche Telekom AG e Deutsche Post AG, in seguito alla privatizzazione di tali enti; essa detiene ancora il 20% di Deutsche Post AG, oltre ad altre partecipazioni strategiche.

---

17

<sup>17</sup>Cfr. A. GRÜNBAKER, *The Early Years of a German Institution: The Kreditanstalt für Wiederaufbau in the 1950s*, in *Business History*, 2001, 68.

La struttura degli organi di KfW rispecchia, sia pure con alcune peculiarità, il modello dualistico delle società per azioni tedesche. L'organo amministrativo (*Vorstand*) ha il compito di amministrare in via esclusiva il KfW e deve avere almeno due membri. Il secondo organo è il *Verwaltungsrat* (consiglio amministrativo), che nomina il *Vorstand* e vigila sulla sua attività. In pratica, il *Verwaltungsrat* ricopre lo stesso ruolo dell'*Aufsichtsrat* nel sistema generale delle società anonime tedesche. È interessante riflettere sulla composizione di quest'organo. Il numero di membri è molto elevato: 37 componenti. Tra essi siedono il ministro delle finanze e il ministro dell'economia, che fungono da presidente dell'organo ad anni alterni; inoltre, il *Verwaltungsrat* è composto da altri ministri e da membri nominati dal Parlamento, dai sindacati e dall'associazione industriali. I componenti durano in carica tre anni e ogni anno un terzo di essi è in scadenza<sup>18</sup>. Infine, la struttura del KfW contempla un terzo organo, il *Mittelstandrat* (consiglio per le piccole e medie imprese), composto da ministri ed esponenti nominati da Parlamento e ministeri. Il suo compito è di specificare le linee operative della funzione, affidata alla KfW dallo Stato federale, di finanziare il ceto medio e la piccola impresa; inoltre ha anche compiti decisionali sulle proposte di finanziamento<sup>19</sup>.

3.2. *La holding pubblica cinese.* – Addurre l'esempio cinese come termine di paragone potrebbe apparire poco utile, considerata la grande differenza istituzionale tra i due paesi. Peraltro, proprio questa differenza profonda, oltre al ruolo che la Repubblica Popolare ha ormai assunto di nuova potenza economica planetaria accanto agli Stati Uniti, rendono interessante osservare come le partecipazioni pubbliche sono organizzate in quel paese. Lo Stato cinese gestisce le proprie partecipazioni industriali attraverso un ente pubblico, che possiamo indicare con la traduzione inglese di State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC). La peculiarità è che si tratta di un'agenzia statale che funge tanto da *holding* quanto da regolatore. Essa venne costituita nel 2003 al fine di razionalizzare le partecipazioni pubbliche in mano allo Stato a seguito della privatizzazione formale di aziende che in precedenza erano branche di ministeri.

---

18

KfWGesetz §7(2)

19

KfWGesetz, §7-bis.

I suoi poteri come azionista e regolatore sono alquanto estesi<sup>20</sup>. Ad esempio, qualsiasi trasferimento di azioni di società partecipate (escluse quelle destinate al mercato di borsa) deve essere approvato da SASAC.<sup>21</sup> Riguardo alle nomine di amministratori e management delle società controllate da SASAC, sussiste in pratica un forte influsso del Partito Comunista Cinese, tanto che i vertici delle società controllate dallo Stato o da enti pubblici sono nominati secondo linee condivise con il Dipartimento Organizzazione del Partito. Peraltro, vista la complessità e la dimensione dei conglomerati societari controllati da SASAC, non è chiaro se e in che misura questo controllo dall'alto sia effettivo e pervasivo.<sup>22</sup> Una peculiarità formalizzata nella legge (SOE Assets Law 2009, § 22), peraltro, è il fatto che la SASAC abbia il potere di nominare il *management* apicale (tra cui il CEO) delle partecipate, potere che a rigore spetterebbe al consiglio di amministrazione.

Un'ulteriore peculiarità delle partecipate SASAC è la suddivisione delle azioni in tre classi, di cui una necessariamente in mano allo Stato (le azioni dello Stato, ossia di SASAC, sono chiamate "azioni dei fondatori"); è interessante notare come l'autorità di vigilanza sulle società quotate cinese ha previsto che tutte le modifiche statutarie e le decisioni fondamentali debbano essere approvate anche dagli azionisti che detengono le azioni di categoria speciale destinate a SASAC attribuendo così allo Stato e alla SASAC un potere di veto (regolamento del 2004). Allo stesso tempo, il medesimo regolamento prevede che gli azionisti di controllo (ossia lo Stato e SASAC) siano investiti di doveri fiduciari anche verso gli altri azionisti.<sup>23</sup> Pertanto, possiamo concludere che, nonostante indubbie differenze del quadro istituzionale complessivo, anche il legislatore cinese si è posto il problema di disciplinare in maniera

---

20

□ C.J. MILHAUPT – M. PARGENDLER, *Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform*, 50 *Cornell Int'l L.J.*, 2017, 473, 524.

21

□ L.W. LIN – C.J. MILHAUPT, *We Are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China*, 65 *Stan. L. Rev.*, 2013, 697, 743.

22

□ C.J. MILHAUPT, W Zheng, *Beyond Ownership: State Capitalism and the Chinese Firm*, 103 *Geo. L.J.*, 2015, 665, 677.

23

□ N.C. HOWSON, *Quack Corporate Governance as Traditional Chinese Medicine - The Securities Regulation Cannibalization of China's Corporate Law and a State Regulator's Battle against Party State Political Economic Power*, 37 *Seattle U. L. Rev.*, 2014, 667, 680; N.C. HOWSON, *Regulatory interventions in corporate governance and the financing of China's "State Capitalism"*, in *Regulating the visible hand? : the institutional implications of Chinese state capitalism*, a cura di B.L. LIEBMAN – C.J. MILHAUPT, Oxford, 2016, 49 ss.

efficace la *governance* interna della *holding* pubblica, anche deviando da regole previste dal diritto societario generale.

*4. Stabilità e trasparenza degli obiettivi pubblici.* – Per far sì che la CDP orienti in maniera stabile e trasparente l'attività di finanziamento e le proprie partecipazioni azionarie a obiettivi di sistema, è opportuno che la definizione stessa degli obiettivi sia efficacemente disciplinata e che la stessa *governance* della CDP subisca alcune modifiche.

In primo luogo, gli obiettivi politici di sistema dovrebbero essere definiti in anticipo in maniera trasparente e con procedure che li rendano sufficientemente stabili nel tempo. Gli obiettivi di sistema, infatti, dovrebbero idealmente rappresentare gli orizzonti di lungo periodo dell'evoluzione economica e sociale del Paese e dovrebbero orientare anche gli investimenti privati per lungo tempo. Pertanto, non dovrebbero essere sottoposti a fluttuazioni dettate da situazioni contingenti o da esigenze politiche elettorali. A tal fine, occorre disegnare meccanismi procedurali che lascino alla politica spazio di intervento nella definizione degli obiettivi e nella verifica della loro attuazione degli obiettivi, ma che al contempo le “leghino le mani”, per evitare finalità di breve termine o di mera creazione di consenso.

In quest'ottica, sarebbe opportuno che gli obiettivi di sistema non fossero il prodotto della visione di uno specifico governo o maggioranza parlamentare, bensì davvero obiettivi condivisi dall'intera classe dirigente del paese e nell'interesse nazionale di lungo periodo. Da questo punto di vista, il paragone con la Cina pare fruttuoso, ancorché probabilmente non trasponibile nel nostro Paese. Nonostante che anche in Cina esistano fenomeni di corruzione e inefficienze allocative, il controllo del PCC sull'economia consente di pianificare investimenti per obiettivi con un orizzonte temporale estremamente lungo. In questo scenario il SASAC rappresenta uno dei bracci con cui la pianificazione dell'economia si intreccia con le logiche del mercato e dell'impresa privata. Osservando un sistema più vicino a noi, come la Germania, notiamo che la KfW persegue, tra l'altro, l'obiettivo di realizzare una “transizione verde” del sistema-Paese: si tratta di un esempio di politica pubblica per obiettivi condivisa da tutta la classe dirigente del Paese indipendentemente dagli schieramenti.

Una possibile soluzione per garantire che gli obiettivi di sistema vengano individuati su orizzonti lunghi e nel modo il più possibile imparziale potrebbe risiedere nel coinvolgere le minoranze parlamentari nella definizione degli obiettivi stessi. Come vedremo, ad esempio, il

MEF e il Governo dovrebbero assumere un ruolo cruciale nella declinazione degli obiettivi di sistema ad uso della CDP (di seguito, “obiettivi della CDP”). Si potrebbe allora vagliare l’ipotesi che gli obiettivi della CDP siano definiti dal MEF anche sulla base dell’assenso della commissione parlamentare di vigilanza sulla CDP (che così muterebbe la propria natura, da organo di controllo a organo anche propositivo) con maggioranze particolarmente elevate. Ovviamente, questa proposta presenta delle possibili controindicazioni, soprattutto considerando le attuali relazioni tra forze politiche, che potrebbero essere poco inclini a trovare punti di mediazione o di caduta comuni, ed è quindi da vagliare con molta cautela.

Da un punto di vista procedurale, ci sembra che si possano delineare tre meccanismi alternativi per definire gli obiettivi della CDP.

1) Il primo è di prevedere che tali obiettivi siano fissati nello statuto di CDP. A tal fine, in base allo statuto di CDP, occorre una maggioranza rafforzata pari all’85% del capitale<sup>24</sup>, cosicché, per poter introdurre gli obiettivi stessi, il MEF non può autonomamente imporre una modifica statutaria e deve ottenere il voto favorevole di almeno una parte (ancorché minoritaria) delle fondazioni bancarie socie di CDP<sup>25</sup>. Le fondazioni, quindi, devono essere convinte che la scelta che stanno approvando sia compatibile con il vincolo di redditività, quantomeno nel lungo periodo, o perlomeno con le funzioni obiettivo *pro tempore* loro proprie. La soluzione di introdurre gli obiettivi in statuto renderebbe stabili gli obiettivi stessi. Per evitare, d’altro canto, che gli obiettivi siano eccessivamente stabili (in relazione al fatto che, in mancanza di accordo sulla loro modifica, la CDP potrebbe vedersi obbligata staturamente a perseguire obiettivi obsoleti e potenzialmente non più condivisi dalle istanze politiche), potrebbe essere opportuno sembra necessario introdurre una *sunset clause* degli obiettivi medesimi: decorso un certo termine senza che la clausola sia modificata o riconfermata, essa perderebbe efficacia.

2) La seconda opzione è di prevedere che gli obiettivi di sistema siano fissati con atto di indirizzo dell’assemblea di CDP, ossia senza una modifica statutaria e con maggioranza semplice. Se si seguisse questa strada, sarebbe necessario introdurre una norma di legge *ad hoc* al fine di derogare al riparto di competenze tra assemblea e amministratori di spa previsto nel codice civile. Questa opzione non richiederebbe al MEF di ottenere il consenso delle

24

<sup>24</sup>Art. 14(2) Statuto CDP.

25

<sup>25</sup>Attualmente la compagine azionaria di CDP è così composta: MEF 82,77%; fondazioni bancarie 15,93%; azioni proprie 1,30%.

fondazioni bancarie per determinare gli obiettivi stessi e, ovviamente, renderebbe tali determinazioni meno rigide. Al fine di rendere gli obiettivi di sistema più stabili, la stessa legge che prevede il potere dell'assemblea ordinaria di CDP – in deroga al riparto di competenze previsto dal codice civile - dovrebbe anche prevedere un intervallo di tempo minimo, prima del quale i soci e gli organi sociali non possano fare nuove proposte al riguardo.

3) Da ultimo, si potrebbe scegliere di individuare gli obiettivi della CDP con un atto normativo, ad esempio un decreto del MEF oppure del Presidente del Consiglio dei Ministri a seguito di delibera dell'intero Consiglio. Se si seguisse questa strada, sarebbe opportuno prevedere (con norma di legge) che il decreto in questione possa essere modificato solo decorso un intervallo di tempo minimo (es. 5 anni) e che sia possibile una modifica anticipata solo a seguito del voto favorevole della commissione parlamentare di controllo su CDP con maggioranze tali da coinvolgere necessariamente le opposizioni. Il difetto di questa soluzione, peraltro, è di non essere rispettosa dell'autonomia della CDP e della posizione dei soci di minoranza. D'altro canto, occorre tenere presente che già adesso il MEF ha importanti poteri di indirizzo della gestione separata della Cassa, comprese le partecipazioni azionarie, e che le decisioni della CDP inerenti alle partecipazioni devono essere concordate con il MEF stesso<sup>26</sup>.

Quale che sia la procedura per definire gli obiettivi della CDP, di sicuro questa formalizzazione renderebbe più agevole alla CDP dare conto del proprio operato alle Camere. Attualmente, la CDP deve riferire annualmente a una Commissione Parlamentare di vigilanza sulla CDP, composta di membri di Camera e Senato, oltre a esponenti della Corte dei Conti e del Consiglio di Stato<sup>27</sup>. Già è prevista una relazione sul ruolo di CDP per lo sviluppo infrastrutturale del Paese e una per lo sviluppo sostenibile dei territori. Si potrebbe ovviamente ampliare lo spettro delle relazioni, aggiungendone una sull'attuazione degli obiettivi della CDP. L'interrogativo di fondo, naturalmente, è se questa relazione alla Commissione possa davvero servire e se davvero aumenti la *accountability* della CDP, in considerazione del grado di attenzione che sulla medesima ci si può attendere dai suoi destinatari ufficiali e dai mass media.

---

26

D.l. 269/2003, art. 5, comma 11 (attuato da d.m. 18 giugno 2004 n. 59627)

27

R.D. 453/1913, art. 3.

In tutte e tre le soluzioni alternative che abbiamo illustrato, spetterebbe al MEF il ruolo di promuovere e approvare gli obiettivi della CDP, vuoi come azionista di maggioranza (opzioni 1 e 2), vuoi direttamente approvando le politiche per decreto (opzione 3). In generale, peraltro, considerando la rilevanza strategica delle politiche pubbliche per obiettivi, ci sembra opportuno che sia coinvolto anche il Governo nel suo complesso: ad esempio, sarebbe opportuno prevedere che le azioni del MEF come azionista di CDP e riguardanti le politiche pubbliche per obiettivi debbano seguire una deliberazione del Consiglio dei Ministri. In ogni caso, ci sembra importante far sì che il MEF e il Governo non possano modificare le scelte sugli obiettivi di sistema, né tanto meno gli obiettivi della CDP, prima di un congruo lasso di tempo (3 o 5 anni ad esempio) e che, per modificarli prima della scadenza, sia necessario coinvolgere le minoranze politiche rappresentate in Parlamento, ad esempio attraverso il voto favorevole della Commissione Parlamentare con maggioranze rafforzate. Non ci si nasconde, peraltro, che la forza bruta della politica potrebbe sempre nei fatti imporre di ignorare gli obiettivi già formalizzati.

Infine, ci sembra necessario che la selezione delle politiche e degli obiettivi di sistema e, per quel che qui più interessa, degli obiettivi della CDP non si svolga nelle segrete stanze del MEF o del Parlamento, ma che avvenga a seguito di un procedimento aperto e trasparente, che coinvolga il più possibile i vari *stakeholders* coinvolti (sindacati, associazioni rappresentative dei datori di lavoro, associazioni professionali), sulla falsariga di quanto prevedono le OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises<sup>28</sup>.

*5. Governance della CDP e regole di trasparenza. – 5.1. Governance.* – Riguardo alla *governance* della CDP, sorge il problema di garantire tanto il legame tra CDP e la politica (in un’ottica di medio-lungo termine) quanto l’autonomia decisionale degli organi della CDP nell’attuazione delle politiche di sistema. In sostanza, un assetto ottimale dovrebbe attribuire in maniera chiara alla politica il compito di definire le politiche di sistema secondo un orizzonte di medio-lungo periodo e agli amministratori un ruolo attuativo e di gestione.

Attualmente, per l’amministrazione della gestione separata il cda di CDP viene integrato<sup>29</sup> dal ragioniere dello Stato, dal direttore generale del Tesoro e da tre esperti in materie finanziarie,

---

28

□ OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (2015) 23.

29

□ Art. 5(1) dl 269/2003.

scelti da terne presentate dalla Conferenza dei presidenti delle giunte regionali, dall'UPI, dall'ANCI e nominati con decreto del Ministro del tesoro in rappresentanza, rispettivamente, delle regioni delle province e dei comuni<sup>30</sup>. Tali soggetti, però, non hanno diritto di voto “sulle decisioni riguardanti la gestione delle partecipazioni detenute da CDP S.p.A. in società controllate che gestiscono infrastrutture di rete di interesse nazionale nel settore dell'energia e nelle loro società controllanti.”<sup>31</sup> Di conseguenza, per le questioni attinenti alla gestione separata, il cda di CDP è composto da quindici membri, di cui sei espressione dell'azionista di maggioranza (il tesoro), tre degli azionisti di minoranza coalizzati e sei esterni nominati secondo le regole appena indicate. Di conseguenza, già adesso per le questioni attinenti alla gestione separata il MEF è in grado di controllare solo una minoranza di consiglieri.

Riguardo al legame col circuito politico, potremmo trarre qualche insegnamento dall'esempio della *KfW*, in cui alcuni ministri federali partecipano al *Verwaltungsrat*, pur essendo privi di deleghe. In questo caso, è evidente come la *KfW* (che tra l'altro è fondazione di diritto pubblico, non una società con anche azionisti privati) si presenti come “braccio” di scelte squisitamente politiche. Peraltro, considerando l'attuale clima politico italiano e l'esigenza di evitare che CDP divenga preda di obiettivi elettoralistici del ceto politico, invece che strumento di pianificazione sul lungo periodo, ci sembra preferibile evitare una soluzione che immetta direttamente ministri nel cda di CDP. Infatti, anche se privo di deleghe, il ministro avrebbe sicuramente una voce che gli altri amministratori non potranno non ascoltare.

Una soluzione per rendere gli amministratori più autonomi dalle fluttuazioni politiche potrebbe essere di prevedere lo scaglionamento dei loro mandati, sul modello di quanto previsto per la *KfW* tedesca. Precisamente, si potrebbe prevedere che un terzo di loro scada ogni anno, in maniera tale che gli amministratori non vengano sostituiti tutti insieme. Se si accogliesse questa soluzione, peraltro, diverrebbe necessario anche prevedere che gli amministratori non siano revocabili se non per giusta causa, perché in caso contrario lo scaglionamento dei mandati avrebbe scarsa utilità. Questa regola dovrebbe essere introdotta necessariamente con una norma di legge, perché rappresenterebbe una significativa deviazione dal diritto societario vigente, che prevede al contrario come principio generale di tutte le società che l'assemblea possa revocare gli amministratori senza alcuna giustificazione

---

30

<sup>1</sup>L. 13 maggio 1983, n. 197, art. 7, comma 1, lettere c), d) e f).

31

<sup>2</sup>Statuto CDP, art. 15(2)

e che gli amministratori revocati senza una giusta causa abbiano solo diritto al risarcimento del danno. Inoltre, in tale norma di legge si potrebbe prevedere un mandato rigido (almeno 3 anni, ma si potrebbe pensare di estenderlo sino a 6). Infine, si potrebbe valutare di assoggettare la delibera di revoca ai quorum rafforzati previsti attualmente per le modifiche statutarie, in maniera tale che la revoca possa essere deliberata solo se sussiste l'assenso (di almeno una parte) delle fondazioni (oltre alla giusta causa). Una simile forma di isolamento del board dai soci riprende, sia pure in parte, quanto avviene nel diritto societario del Delaware e in quello tedesco. In *Delaware*, se lo statuto di una società prevede lo *staggered board*, salvo che lo statuto disponga diversamente, gli amministratori possono essere revocati solo con giusta causa<sup>32</sup>. In Germania, invece, l'isolamento degli amministratori dall'assemblea nelle *Aktiengesellschaften* dipende dal modello dualistico: gli amministratori sono nominati dal Consiglio di Sorveglianza, che può revocarli solo per un giustificato motivo (sussistente peraltro in caso di voto di sfiducia dell'assemblea)<sup>33</sup>.

Il diritto societario tedesco potrebbe rappresentare un modello più in generale, proprio perché il modello dualistico isola al massimo grado gli amministratori dall'assemblea dei soci. Di conseguenza, al fine di rendere gli amministratori di CDP più indipendenti dai soci, si potrebbe pensare di assoggettare la CDP al sistema dualistico, trasponendo l'attuale composizione allargata del cda, descritta in precedenza, al consiglio di sorveglianza. Questa proposta non scardina gli equilibri di potere e la partecipazione di altri *stakeholder* al governo della società, partecipazione che anzi risulterebbe razionalizzata (nel consiglio di sorveglianza siedono gli *stakeholder*, nel consiglio di gestione i pochi amministratori). In tale maniera la governance della CDP diverrebbe molto simile a quella della KfW. Ovviamente, occorrerebbe adattare il meccanismo di scaglionamento da noi proposto al modello dualistico e prevedere un meccanismo simile a quello previsto in generale per le *Aktiengesellschaften* tedesche per la revoca degli amministratori solo con giusta causa (vedi sopra). Da valutare è se prevedere una composizione differenziata per le materie che non coinvolgono la gestione separata (come attualmente) o se, alternativamente, proporre una riforma più radicale, ossia che il consiglio di sorveglianza abbia composizione allargata a membri esterni per qualsiasi materia.

---

32

□ *Delaware General Corporation Law* §141(k).

33

□ *Aktiengesetz* §84(3) and §103.

L'esigenza di garantire l'indipendenza dei membri del cda affiora nello Statuto di CDP, in cui si può leggere che almeno due amministratori debbano avere caratteristiche di indipendenza, "qualora la normativa applicabile lo richieda"<sup>34</sup>. Questa previsione è molto importante e, a nostro avviso, andrebbe precisata ed estesa. Si potrebbe prevedere, ad esempio, che almeno due amministratori debbano avere necessariamente i requisiti di indipendenza previsti dal codice di autodisciplina di Borsa Italiana, ancorché la CDP non sia quotata, eliminando la previsione che gli amministratori indipendenti sono necessari solo quando la normativa lo richiede. Ovviamente, qualora si decidesse di far adottare a CDP il modello dualistico, gli amministratori "indipendenti" dovrebbero sedere nel consiglio di sorveglianza.

Infine, potrebbe essere utile che all'interno del cda si formasse un comitato per l'attuazione degli obiettivi pubblici di sistema. Tale comitato dovrebbe avere tra i suoi compiti l'implementazione delle politiche per obiettivi e il monitoraggio della loro realizzazione. In tale comitato dovrebbe essere presente almeno un amministratore indipendente e un amministratore non nominato dal MEF (quindi tra quelli nominati dalle fondazioni o tra quelli esterni). Ovviamente, qualora la CDP adottasse il modello dualistico, un simile comitato dovrebbe essere costituito nel consiglio di sorveglianza.

*5.2. Trasparenza.* – Uno dei problemi più rilevanti per la CDP è il rischio che la politica influisca sulle sue scelte in maniera informale e non trasparente. Quali che siano le scelte compiute riguardo ai rapporti tra politica e CDP, è necessario che essi avvengano il più possibile alla luce del sole. Sorge, quindi, il problema di assicurare la massima trasparenza sui rapporti tra esponenti CDP ed esponenti del Governo. Una prima soluzione potrebbe essere di richiedere che gli esponenti della CDP e del Governo comunichino solo attraverso atti soggetti a pubblicità e rispetto ai quali, quindi, i cittadini possano richiedere ufficialmente l'accesso agli atti in base alla legge 241/1990.

Peraltro, ci si potrebbe chiedere se sia davvero necessario porre i cittadini di fronte alla necessità di compiere una richiesta formale di accesso agli atti per poter conoscere le comunicazioni tra il Governo e la CDP. In particolare, si potrebbe esplorare la possibilità di creare una *directory* pubblica sul sito di CDP, o in un sito internet ad hoc, attraverso la quale i cittadini (inclusa la stampa) possano accedere alle interazioni tra membri del Governo ed esponenti CDP.<sup>35</sup>

---

34

Statuto CDP Art. 15(4)

35

6. *Rapporti con le società partecipate e con investitori privati.* – 6.1. *Rapporti con le società partecipate.* – La CDP opera attraverso società partecipate, le quali dovrebbero essere coordinate anche al fine di realizzare obiettivi e politiche di sistema. Qualora una società partecipata venga utilizzata da CDP come strumento per realizzare politiche di sistema, si potrebbe esplorare l'ipotesi di far sottoscrivere ad essa e a CDP un “contratto di missione”, quantomeno se la società partecipata non è quotata (mentre per le società quotate questa soluzione è molto più problematica). Stipulando un contratto di missione la società si impegnerebbe a perseguire gli obiettivi di sistema o, quantomeno, a tenerne conto. È chiara l'assonanza tra un simile contratto e i “contratti di dominio”, con cui una società si impegna verso un'altra a seguirne le direttive (nel qual caso scatterebbe la disciplina sull'attività di direzione e coordinamento prevista dal codice civile a protezione dei soci e dei creditori delle società “dominate”). A tal fine, è utile ricordare come nell'ordinamento italiano si discuta ancora se i contratti di dominio – a fronte di un dato normativo ambiguo – siano legittimi, tanto che parte della dottrina considera ammissibili solo i contratti in cui la società “dominata” mantenga comunque la libertà di valutare la convenienza delle indicazioni fornite dalla capogruppo (c.d. “contratti di dominio deboli”)<sup>36</sup>.

I contratti di missione qui proposti non sono assimilabili *in toto* ai contratti di dominio, ma probabilmente sono legittimi solo nei limiti in cui sono ammessi in generale i contratti di dominio deboli, ossia se la società partecipata mantiene uno spazio di discrezionalità nel valutare la convenienza delle indicazioni della CDP. Il medesimo obiettivo può essere ottenuto anche nei confronti di società in cui la CDP non detiene alcuna partecipazione, ma cui fornisce un finanziamento o una garanzia: in tal caso si potrebbe inserire una “clausola di missione” nel *financial agreement*, come un normale *covenant*.

6.2. *Rapporti con investitori privati.* – Se la CDP intende utilizzare le società partecipate e, in particolar modo, società quotate, come strumento per realizzare politiche di sistema, si pone il problema della possibile discrasia tra interessi degli altri soci, tipicamente investitori

---

<sup>36</sup> Per una proposta analoga riferita alla Consob (e in generale alle autorità indipendenti) cfr. L. ENRIQUES, *La governance delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari: teoria, strategie normative e un'applicazione alla Consob*, in *Giur. Comm.*, 2013, 1153, 1172.

<sup>37</sup> Il dibattito sul tema è sterminato e non può essere riferito compiutamente in questa sede. Per una sintesi (anche in relazione all'art. 4497 septies c.c., che presume l'attività di direzione e coordinamento in presenza di “un contratto con le società medesime o di clausole dei loro statuti”) si veda: N. RONDINONE, *Società (gruppi di)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, aggiornamento n.5, Torino, 2009, 607 – 608.

istituzionali, a massimizzare la redditività dell'investimento e gli obiettivi di sistema perseguiti da CDP attraverso la società partecipata. In astratto, potrebbe sembrare impossibile conciliare il perseguimento degli obiettivi pubblici con gli interessi dei soci di minoranza, considerando anche che l'interesse a massimizzare l'utile è rilevante anche sul piano normativo, essendo lo scopo tipico delle società secondo l'ordinamento italiano. Si tratta di un problema di difficile soluzione, anche perché investitori privati quali fondi pensione o gli altri investitori istituzionali hanno come proprio obiettivo statutario o contrattuale la massimizzazione del profitto per conto dei propri clienti e, quindi, investiranno solo in società ritenute redditizie.

Peraltro, è un dato di fatto che spesso gli investitori istituzionali prestano attenzione a fattori ambientali, sociali e di *governance* (*Environmental, Social and Governance Factors*, o "ESG") nel prendere decisioni di investimento. In altri termini, molti investitori istituzionali orientano i loro investimenti anche tenendo conto di simili fattori. Pertanto, non è affatto impensabile che vi siano convergenze di vedute tra la CDP, che mira a perseguire obiettivi pubblici, e investitori istituzionali.

Benché la nozione di ESG presenti tratti di ambiguità<sup>37</sup>, in pratica si tratta di un ombrello che racchiude svariate finalità o caratteristiche di investimento. È interessante notare che i "Principles for Responsible Investment" dell'ONU<sup>38</sup> vengono sottoscritti da molti investitori istituzionali, tanto Europei quanto americani<sup>39</sup>. Che questo tema sia piuttosto sentito lo testimonia anche il recente piano d'azione *Financing Sustainable Growth* (2018) della Commissione Europea, che intende, tra l'altro, orientare i doveri degli investitori istituzionali e degli asset managers verso obiettivi di sostenibilità ambientale (si veda anche il progetto di regolamento 2018 che attua, sia pure in parte, i propositi dell'*action plan*).<sup>40</sup>

---

37

□ M.M. SCHANZENBACH – R.H. SITKOFF, *The law and economics of environmental, social and governance investing by a fiduciary*, Harvard John Olin Centre for Law Economics and Business, Discussion Paper 971/2018 (<https://ssrn.com/abstract=3244665>).

38

□ Si veda: <https://www.unpri.org/about/the-six-principles>.

39

□ Si veda: <https://www.unpri.org/directory>.

40

□ Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio, Bruxelles, 24.5.2018, COM(2018) 354 final, 2018/0179 (COD).

Gli obiettivi pubblici, di cui la CDP dovrebbe farsi interprete e strumento traducendoli nei propri obiettivi *mission-oriented*, non coincidono necessariamente con l'ESG in senso tradizionale. Peraltro, è evidente la somiglianza tra le due sfere, perché in entrambi i casi gli investitori istituzionali sono posti di fronte all'interrogativo se orientare il proprio investimento o le proprie scelte come azionisti "attivi" anche tenendo conto di fattori che non sono esclusivamente riconducibili alla redditività dell'investimento. In questo scenario, potrebbe essere opportuno che la CDP traducesse gli obiettivi di missione del Governo in altrettanti principi/obiettivi di ESG, previo (e contestualmente a un) dialogo con gli investitori istituzionali per saldare le politiche *mission-oriented* all'aspirazione degli investitori istituzionali ad avere società partecipate con buone politiche di ESG (considerando ovviamente la redditività di medio-lungo periodo dell'investimento).

A tale proposito, è opportuno sottolineare come gli obiettivi pubblici non siano necessariamente in contrasto con la ricerca di investimenti redditizi da parte di investitori istituzionali che investono nelle società quotate controllate da CDP. La redditività e il rischio di un investimento dipendono anche dagli scenari futuri prodotti (su un tempo medio-lungo) dall'investimento stesso. La logica delle politiche pubbliche per obiettivi risiede nella capacità di creare nuove possibilità di investimento e sviluppo, di aprire nuove strade e nuovi mercati, e anche tali effetti devono essere considerati nel calcolare la redditività dell'investimento.

Infine, si noti che se gli investitori istituzionali partecipano al capitale di più società che operano nel medesimo settore, essi troveranno redditizi gli investimenti in R&D, potenzialmente anche sulla base di piani pubblici, sia pure qualora producano vantaggi per altre società del medesimo settore e non producano vantaggi immediati o sicuri per la società che li compie. Questo proprio in ragione delle partecipazioni orizzontali (*horizontal shareholding*) che consentono comunque di catturare a livello di portafoglio i vantaggi che eventualmente chi sostenesse i costi degli investimenti improntati a logiche di sistema potrebbe non essere in grado di fare propri.<sup>41</sup>

7. *Conclusioni.* – La Cassa Depositi e Prestiti da alcuni anni ha affiancato al ruolo tradizionale di banca pubblica d'investimento quello di holding detentrici di partecipazioni

---

41

<sup>41</sup>Cfr. M. ANTON – F. EDERER – M. GINE – M.C. SCHMALZ, *Innovation: The Bright Side of Common Ownership?*, 2018, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3099578](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3099578).

societarie. Nel rispetto dei requisiti che le consentono di non essere classificata tra le pubbliche amministrazioni da parte di Eurostat, la Cassa potrebbe, quindi, essere il veicolo di politiche pubbliche per obiettivi. A tal fine, peraltro, è perlomeno opportuno rivedere la sua governance interna e i legami istituzionali con il ceto politico. Occorre, precisamente, trovare un equilibrio tra due obiettivi, potenzialmente divergenti: da un lato, l'esigenza di legare la CDP al circuito politico-democratico; dall'altro, evitare il più possibile la "cattura" da parte di interessi politici elettoralistici o, peggio, clientelari. Un adeguato insieme di regole organizzative che disciplinino il ruolo del MEF così come quello degli organi sociali potrebbe consentire l'avvio di una nuova fase della vita di CDP e delle politiche industriali italiane. Ovviamente, l'effetto pratico di queste proposte – se effettivamente realizzate – in larga misura dipenderà dalle scelte concrete del ceto politico e dalla sua complessiva qualità.