

16 NOVEMBRE 2018

La “straordinaria mutazione” del ruolo  
di Cassa Depositi e Prestiti nel  
passaggio dallo Stato azionista allo  
Stato investitore

di Michela Giachetti Fantini  
Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia  
Sapienza – Università di Roma



# La “straordinaria mutazione” del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore \*

**di Michela Giachetti Fantini**

Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia  
Sapienza – Università di Roma

**Sommario:** 1. L'istituzione di Cassa Depositi e Prestiti e la sua evoluzione storico-normativa fino al d.lgs. n. 284 del 1999. 2. La graduale assunzione da parte di Cassa Depositi e Prestiti di funzioni nella gestione di partecipazioni. 3. La trasformazione di Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni disposta dall'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003 convertito nella l. n. 326 del 2003. 3.1. Le attività di Cdp s.p.a. 3.1.1. La gestione separata e i poteri del Ministero dell'economia e delle finanze. 3.1.2. La gestione ordinaria. 4. La configurazione di Cassa Depositi e Prestiti come *holding* a controllo pubblico. 5. La natura di “Market Unit” di Cassa Depositi e Prestiti. 6. L'ampliamento dell'ambito di operatività di Cassa Depositi e Prestiti mediante la valorizzazione delle partecipazioni pubbliche. 6.1. Il trasferimento di partecipazioni societarie dello Stato a Cdp s.p.a. 6.2. L'acquisizione di partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale e la costituzione del Fondo Strategico Italiano – 6.2.1. Gli investimenti del Fondo Strategico Italiano ridenominato Cdp Equity s.p.a. 6.3. Le partecipazioni strumentali alla promozione dello sviluppo e al sostegno dell'economia. 6.4. L'acquisizione di partecipazioni nella Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese. 7. Riflessioni conclusive. 7.1. L'attuale posizione di Cassa Depositi e Prestiti e il ritorno dello Stato-Guida nella politica industriale italiana. 7.2. L'impatto del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica su Cdp s.p.a.

**Abstract [It]:** Fin dalla sua istituzione nel 1850 Cassa Depositi e Prestiti, in qualità di Direzione generale del Ministero del Tesoro, ha svolto l'attività di finanziamento delle opere pubbliche delle amministrazioni statali e, principalmente, degli enti locali mediante le risorse derivanti dal risparmio postale. Nel 1983 si è disposta la cessazione dell'esistenza della Cassa come Direzione generale del Ministero del Tesoro; nel 1993 si è attribuita la personalità giuridica all'ente e nel 1999 si è compiuto il riordino della Cassa, che è stata definita come amministrazione dello Stato, dotata di autonomia organizzativa, patrimoniale e di bilancio.

Nel primo decennio degli anni duemila si è assistito a un'evoluzione del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti, che è contraddistinta da due fasi: la prima che va dal 2003 al 2008, la seconda che va da 2008 a oggi.

Nel 2003 Cassa Depositi e Prestiti è stata trasformata in società per azioni ed è stata parzialmente privatizzata, con l'apertura di una quota di minoranza del capitale alle fondazioni di origine bancaria. È stato poi effettuato il trasferimento a Cassa Depositi e Prestiti delle partecipazioni azionarie dello Stato in Poste Italiane, Enel e Eni. Cdp s.p.a. si configura come una *holding* a controllo pubblico, dato che la maggioranza delle partecipazioni è detenuta dal Ministero dell'economia e delle finanze ma, al contempo, essa si qualifica come “Market Unit”, dato che si colloca al di fuori del perimetro delle amministrazioni pubbliche ed è classificata da Eurostat come intermediario finanziario.

Dal 2008 l'ambito di operatività di Cassa Depositi e Prestiti si è notevolmente esteso nel quadro delle iniziative volte a fronteggiare la crisi economico-finanziaria. Segnatamente l'ampliamento della sfera di

---

\* Articolo sottoposto a referaggio.

azione di Cdp s.p.a. ha riguardato quattro linee di intervento: il finanziamento di infrastrutture, non avvalendosi delle risorse derivanti dal bilancio dello Stato, ma impiegando il risparmio postale; la valorizzazione del patrimonio pubblico e il social housing; il sostegno alle imprese e all'export con strumenti di debito, garanzia ed equity; la creazione di un significativo asset di partecipazioni e la realizzazione di investimenti in società e reti strategiche.

In Italia Cassa Depositi e Prestiti, attraverso la gestione delle partecipazioni azionarie, ha esercitato una funzione nevralgica nella politica industriale, adempiendo alla sua missione istituzionale di promozione della competitività e di rilancio della crescita del Paese. In particolare Cdp s.p.a., autorizzata dalla legge ad acquisire, anche attraverso veicoli societari, partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale caratterizzate da adeguate prospettive di redditività, ha costituito il Fondo Strategico Italiano, ridenominato Cdp Equity s.p.a. Inoltre la Cassa ha acquisito una partecipazione nella Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione di imprese in temporanea difficoltà.

In definitiva Cassa Depositi e Prestiti ha esercitato un ruolo da protagonista nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore, che sembra prefigurare un ritorno dello Stato-Guida nella politica industriale italiana. In questo scenario, la questione se Cassa Depositi e Prestiti sia un soggetto formalmente privato ma sostanzialmente pubblico rimane aperta. L'esclusione di Cdp s.p.a., quale società di diritto singolare, dall'ambito di applicazione del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica depone però nel senso della connotazione privatistica di Cassa Depositi e Prestiti che svolge attività di impresa in regime di mercato.

**Abstract [En]:** Since its establishment in 1850, as a general directorate of Italian Ministry of Treasury, Cassa Depositi e Prestiti has been carrying out the activity of financing the infrastructures of national administration and, mainly, of local authorities, by the resources that derive from postal saving account. In 1983 Cassa Depositi e Prestiti ceased to be a general directorate of Italian Ministry of Treasury; in 1993 the legal personality was conferred to this institution and in 1999 a reorganization of Cassa Depositi e Prestiti took place and it was recognized as autonomous administration of the State that has a own budget.

In the first decade of 2000 years the role of Cassa Depositi e Prestiti has changed. In the evolution of the institution it is possible to distinguish two phases: the first one goes from 2003 to 2008 and the second one goes from 2008 to nowadays.

In 2003 Cassa Depositi e Prestiti became a limited company and was partially privatized, opening the share capital to banking foundations in position of minority. Cassa Depositi e Prestiti has collected Italian State's stakeholding in various firms, like Poste Italiane, Enel and Eni. Cdp s.p.a. is a holding controlled by the State, because the majority of its shares is held by the Italian Ministry of Treasury but, at the same time, is qualified as a "Market Unit", because it is external the perimeter of public administration and is classified as a financial intermediary.

Since 2008 the task of Cassa Depositi e Prestiti has been broadening in order to face the economic crisis. In particular the extension of activity of Cdp s.p.a. concerned four interventions: to finance building of infrastructures, not using public resources but postal saving account; to increase the value of public estate and social housing; to support Italian firms by bond, guarantees and equity; to develop asset and to invest in strategic companies and networks.

In Italy Cassa Depositi e Prestiti, through the management of stakes, performs a crucial role in the industrial policy, promoting the competitiveness and the growth. In particular Cdp s.p.a., that was authorized by the law to acquire stakes, by corporate vehicles, in "società di rilevante interesse nazionale", has established "Fondo Strategico Italiano", renamed "Cdp Equity s.p.a.". Besides Cassa Depositi e Prestiti has acquired stakes in "Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese", that operates in favor of firms in temporary financial difficulty.

To sum up, Cassa Depositi e Prestiti is acting as an important player in the transition from the Shareholder State to the Investor State. This seems to show the resurgence of the Driving State in the national industrial policy. In this view the question whether Cassa Depositi e Prestiti is formally a private company but substantially a public administration remains open. However, the exclusion of Cdp s.p.a, like a company under singular law, from the sphere of application of Consolidated Law on Publicly-Owned Companies should be interpreted as an argument in favor of the private nature of Cassa Depositi e Prestiti, that operates as a Market Unit and carries on business activities.

## **1. L'istituzione di Cassa Depositi e Prestiti e la sua evoluzione storico-normativa fino al d.lgs. n. 284 del 1999**

Cassa Depositi e Prestiti fu originariamente istituita con la denominazione di Cassa Piemontese nel Regno di Sardegna con la l. n. 1097 del 1850<sup>1</sup>, sul modello della *Caisse des Dépôts et Consignations* creata in Francia con legge del 28 aprile 1816.

Nel 1863 – dopo la proclamazione del Regno di Italia nel 1861 – furono incorporati nella Cassa Depositi e Prestiti del Regno di Sardegna tutti gli organismi che, nei vari territori del Regno di Italia, svolgevano funzioni analoghe a quelle della Cassa Piemontese.

Con la l. n. 2779 del 1875 furono costituite le Casse di risparmio postali e, attraverso l'assorbimento delle stesse all'interno di Cassa Depositi e Prestiti, quest'ultima assunse la configurazione di “Cassa depositi centrale del risparmio postale”, garantita dallo Stato. Gli uffici postali operavano, quindi, come succursali della Cassa, la cui fonte di raccolta principale divenne il risparmio postale<sup>2</sup>.

Nel 1898 Cassa Depositi e Prestiti fu trasformata in Direzione generale del Ministero del Tesoro, venendosi così ad inquadrare nella categoria dell'impresa pubblica-organo, intesa come impresa-organo diretto dello Stato<sup>3</sup>, ovvero come ufficio-organo collocato in un apparato pubblico che gestisce direttamente un'attività imprenditoriale<sup>4</sup>.

Cassa Depositi e Prestiti operava come soggetto responsabile per il finanziamento delle infrastrutture e delle opere pubbliche a livello locale attraverso la raccolta del risparmio postale<sup>5</sup>, in cui era favorita,

---

<sup>1</sup> La Cassa, definita “luogo di fede pubblica”, si configurava come una sorta di banca che perseguiva l'obiettivo della “mobilitazione” di capitali per la realizzazione di opere di pubblica utilità, ovvero era deputata al finanziamento degli investimenti e delle necessità locali del Regno.

<sup>2</sup> L. CONTE, *Amministrare il risparmio: la Cassa depositi e prestiti da azienda a impresa-organo del Ministero del Tesoro, 1850-1913*, in M. DE CECCO – G. TONIOLO (a cura di) *Storia della Cassa Depositi e Prestiti. Dalle origini alla fine del Novecento*, Roma-Bari, 2001, p. 101.

<sup>3</sup> L'ente pubblico, attraverso un proprio organo, esercita un'impresa: tuttavia, in questo caso, il soggetto pubblico non diventa imprenditore, dato che l'attività imprenditoriale non è prevalente ma sussidiaria. Sul punto si veda S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2012, p. 242.

<sup>4</sup> M.S. GIANNINI, *Le imprese pubbliche in Italia*, in *Rivista delle società*, 1958, p. 235.

<sup>5</sup> M.T. SALVEMINI, *La Cassa depositi e prestiti, appunti per una discussione*, 1978, Milano, p. 25.



rispetto alle banche, oltre che dalla diffusione capillare degli uffici, anche dalla garanzia dello Stato<sup>6</sup>. La Cassa si qualificava, quindi, come la “Banca dello Stato”<sup>7</sup> e degli enti territoriali, che agiva in alternativa al circuito bancario.

Cassa Depositi e Prestiti ha mutato fisionomia e compiti più volte nel corso del tempo<sup>8</sup> al punto che la sua evoluzione storico-normativa è stata definita una “rivoluzione permanente”<sup>9</sup>. La regolamentazione dell’organizzazione e delle funzioni della Cassa risale al r.d. n. 453 del 1913, recante “Approvazione del testo unico delle leggi riguardanti l’amministrazione della Cassa dei depositi e prestiti, delle gestioni annesse, della sezione autonoma di credito comunale e provinciale e degli Istituti di previdenza”. La struttura della Cassa si articolava in due direzioni generali: la prima riguardante i servizi propri della Cassa e i servizi delle gestioni annesse e della sezione autonoma di credito comunale e provinciale; la seconda concernente l’amministrazione degli istituti di previdenza affidati alla stessa Cassa.

L’organo di vertice della Cassa era costituito dal Consiglio permanente di amministrazione, la cui attività, espressamente assoggettata alle norme sulla contabilità di Stato, era sottoposta alla vigilanza di una Commissione parlamentare bicamerale.

La Cassa esercitava tre distinte funzioni: di deposito, di gestione del risparmio postale, di erogazione di prestiti alle amministrazioni pubbliche.

Segnatamente, ai sensi dell’art. 63, comma 1, del r.d. n. 453 del 1913, come emendato dall’art. 49, comma 10, della l. n. 449 del 1997, erano legittimati a rivestire la qualifica di mutuatari di Cassa Depositi e Prestiti le amministrazioni statali, gli enti locali e i loro consorzi, le aziende speciali, le regioni, gli altri enti pubblici e i loro consorzi, le s.p.a. o s.r.l. a prevalente capitale pubblico che gestivano pubblici servizi. Per gli enti pubblici e, in particolare, per gli enti locali la Cassa rappresentava un canale di finanziamento

---

<sup>6</sup> A. NINNI, *La Cassa Depositi e Prestiti: il ritorno dello Stato-Guida (e oltre) in politica industriale*, in *Economia e Politica Industriale*, 2013, n. 3, p. 145.

<sup>7</sup> G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2004, n. 4, p. 367.

<sup>8</sup> V. BARNATO, *La ristrutturazione della Cassa depositi e prestiti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1986, n. 4, p. 1084.

<sup>9</sup> E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Vol. I, Padova, p. 273.

concorrenziale con quello bancario che, in virtù dell'applicazione di tassi inferiori a quelli di mercato<sup>10</sup>, consentiva ad essi di superare carenze di liquidità e di realizzare progetti specifici<sup>11</sup>.

In seguito furono assegnati alla gestione di Cassa Depositi e Prestiti i seguenti fondi: il fondo per l'acquisizione e l'urbanizzazione delle aree, di cui alla l. n. 167 del 1962; il fondo per la concessione di anticipazione sui mutui da contrarre da parte dei comuni o degli istituti autonomi case popolari (Iacp) finalizzati all'acquisizione di aree e all'esecuzione dei programmi di edilizia popolare; il fondo per l'acquisto di titoli emessi dall'Isveimer (Istituto per lo Sviluppo Economico dell'Italia Meridionale), dall'Irfis (Istituto Regionale per il Finanziamento alle Industrie in Sicilia) e dal Cis (Credito Industriale Sardo) destinati al sostegno dell'attività dei suddetti enti.

L'attività di finanziamento di Cassa Depositi e Prestiti nei confronti delle amministrazioni pubbliche si concentrò poi sugli enti locali e l'intervento dell'ente a favore di questi ultimi si tradusse essenzialmente nell'integrazione dei loro disavanzi. Invero, tra il 1972 e il 1976 la percentuale dei mutui concessi per l'integrazione dei disavanzi era compresa tra il 52% e il 77% del totale delle concessioni. Inoltre alla Cassa fu assegnato il diritto di esclusiva nella concessione dei mutui agli enti locali<sup>12</sup>, a cui fu imposto il divieto di rivolgersi al mercato del credito se non dopo che essa avesse manifestato la propria indisponibilità alla concessione del finanziamento<sup>13</sup>.

In sostanza Cassa Depositi e Prestiti svolgeva un compito di redistribuzione di risorse e costituiva uno strumento di attuazione della politica economica<sup>14</sup>, che permetteva allo Stato di raccogliere risparmio presso le famiglie di investitori per erogare finanziamenti agli enti locali, soprattutto ai comuni, senza gravare sulla fiscalità generale<sup>15</sup>. In definitiva la Cassa fungeva, al contempo, da cinghia di trasmissione della politica finanziaria statale, manovrata dal Ministero del Tesoro, e da perno della politica di approvvigionamento di risorse finanziarie da parte degli enti locali<sup>16</sup>.

---

<sup>10</sup> La circostanza che la finalità prevalente di Cassa Depositi e Prestiti fosse quella di garantire finanziamenti agevolati agli enti pubblici è stata confermata dall'art. 19, comma 5, del d.l. n. 702 del 1978, convertito con modificazioni dalla l. n. 3 del 1979, in cui si dispone che entro il 31 ottobre di ogni anno il Consiglio di amministrazione della Cassa deve predisporre *“il programma di massima per l'utilizzazione e la ripartizione per grandi aree, con particolare riferimento al Mezzogiorno, dei fondi [...]”*.

<sup>11</sup> P. DONGILI, *Uno strumento della politica economica: la Cassa depositi e prestiti*, in *Economia Pubblica*, 1990, p. 632.

<sup>12</sup> G. RINALDI, *Cassa depositi e prestiti*, in *Enciclopedia giuridica*, V, Roma, Treccani, 1988, p. 3.

<sup>13</sup> Art. 4, comma 11, del d.l. n. 65 del 1989, abrogato dall'art. 5 del d.l. n. 310 del 1990.

<sup>14</sup> In ragione dell'ampiezza del suo ambito di azione la Cassa è stata considerata un *“formidabile strumento di politica economica”* ma anche un *“mostro”*, a causa della *“sua identità controversa e per le sue peculiarità che non la rendono facilmente catalogabile nelle consuete categorie giuridiche”*. Sul punto si veda G. FORTUNATO, *La Cassa Depositi e Prestiti: un mostro tentacolare e misterioso*, in *Tribunali Amministrativi Regionali*, 1991, pp. 193 e 200.

<sup>15</sup> P. DONGILI, *Uno strumento della politica economica: la Cassa depositi e prestiti*, cit., p. 627 ss.

<sup>16</sup> G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 1999, 12, pp. 1148-1149.

Con la l. n. 197 del 1983 è stata disciplinata la ristrutturazione dell'assetto organizzativo e funzionale di Cassa Depositi e Prestiti. La Cassa ha cessato di essere una Direzione generale del Ministero del Tesoro e ha acquisito piena autonomia, dato che sono stati ad essa attribuiti una contabilità e un bilancio separati da quelli dello Stato<sup>17</sup>, pur restando di competenza del Ministero del Tesoro la fissazione dei tassi passivi sul risparmio postale e dei tassi attivi sui mutui erogati agli enti locali e alle altre istituzioni ammesse al credito.

L'art. 22 del d.l. n. 8 del 1993, convertito nella l. n. 68 del 1993, ha poi espressamente riconosciuto personalità giuridica a Cassa Depositi e Prestiti.

Con il d.lgs. n. 284 del 1999, adottato in attuazione dell'art. 11 della l. n. 59 del 1997, si è operato il riordino di Cassa Depositi e Prestiti, ribadendone la natura giuridica di *“amministrazione dello Stato, dotata [...] di propria personalità giuridica e di autonomia ordinamentale, organizzativa, patrimoniale e di bilancio”*<sup>18</sup>.

Il principale obiettivo del d.lgs. n. 284 del 1999 è stato quello di procedere a una ridefinizione delle funzioni attribuite a Cassa Depositi e Prestiti e dei relativi modi di svolgimento. Ai compiti istituzionali, che connotavano il tradizionale impianto pubblicistico, si è affiancata la vocazione dell'ente ad agire sul mercato<sup>19</sup>.

Per questo motivo, ad avviso della dottrina, è apparso riduttivo sostenere che il decreto in parola abbia perseguito soltanto la finalità di razionalizzare la cornice giuridica all'interno della quale la Cassa operava. In quest'ottica si è ritenuto che la formula impiegata nella Relazione illustrativa del provvedimento, secondo cui esso si prefigge lo scopo di *“armonizzare e svecchiare una normativa stratificatisi in più di centocinquanta anni di storia”*, avrebbe una valenza prettamente retorica, nel senso che sarebbe volta alla riaffermazione di un orientamento generale di politica legislativa<sup>20</sup>.

Inoltre si è osservato che, sebbene nella medesima Relazione illustrativa si dichiarò espressamente che il d.lgs. n. 284 del 1999 non ha *“intenti innovativi”* con riguardo al sistema degli organi e delle procedure di governo e di controllo della Cassa Depositi e Prestiti, in realtà il provvedimento in parola incide su

---

<sup>17</sup> Inoltre alla Cassa è stato assegnato un fondo di dotazione.

<sup>18</sup> La definizione di Cassa Depositi e Prestiti come amministrazione dello Stato dotata di autonomia ha portato a ricondurre questo ente talora alla categoria dell'azienda autonoma, talora a quella dell'agenzia ministeriale. Con particolare riguardo a quest'ultima qualificazione si veda la sentenza del Tar Sicilia, Palermo, n. 904 dell'8 aprile 2002 e in commento alla suddetta pronuncia si veda M. LOTTINI, *La Cassa Depositi e Prestiti come agenzia?*, in *Il Foro amministrativo T.A.R.*, 2002, n. 4, pp. 1405 ss. Il giudice amministrativo ha ricondotto Cassa Depositi e Prestiti a un modello generale di agenzie, in cui si inquadrano le strutture che svolgono attività di natura tecnico-operativa e che sono caratterizzate da un'ampia autonomia e dalla circostanza di non costituire un soggetto distinto rispetto al Ministero di riferimento, nonostante l'attribuzione della personalità giuridica.

<sup>19</sup> G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 1148.

<sup>20</sup> G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 1148.

entrambi: invero l'art. 3 sottrae al Consiglio di amministrazione l'approvazione sulle variazioni dei tassi ed elimina il relativo parere della Commissione parlamentare di vigilanza che, rispettivamente, precedevano e seguivano l'emanazione da parte del Ministro del Tesoro del decreto con cui si determinavano le suddette variazioni dei tassi; inoltre l'art. 7 amplia il novero degli atti della Cassa non soggetti al controllo preventivo di legittimità della Corte dei conti, di cui all'art. 100, comma 2, della Costituzione e all'art. 3 della l. n. 20 del 1994, introducendo una disposizione che, pur sollevando qualche perplessità sul piano della legittimità costituzionale, disvela l'intento di snellimento procedurale che il Governo tendeva a mascherare<sup>21</sup>.

In sostanza il d.lgs. n. 284 del 1999 ha assunto una portata che è andata ben oltre quella di un'operazione di mero riordino di Cassa Depositi e Prestiti<sup>22</sup>, dato che con l'adozione di tale provvedimento si è eliminato ogni dubbio residuo in ordine alla natura delle attività che la Cassa è abilitata a svolgere: si tratta, in ogni caso, di attività di raccolta e intermediazione di risparmio, cioè di attività di impresa<sup>23</sup>.

L'accento posto dal suindicato decreto sulla missione imprenditoriale di Cassa Depositi e Prestiti ha portato a qualificarla come un ente pubblico economico<sup>24</sup>, di cui è possibile rintracciare in essa i tratti tipici<sup>25</sup>. Le Sezioni unite civili della Corte di Cassazione, con la sentenza n. 1948 del 23 febbraio 1998, hanno sostenuto che la Cassa, ai fini della “*qualificazione dei rapporti di lavoro con i propri dipendenti, debba essere considerata ente pubblico economico*”, ponendola per tale materia al di fuori delle amministrazioni statali in senso stretto. Tale configurazione della Cassa è stata ribadita, con l'ordinanza n. 15396 del 22 maggio 1999, dalla Sezione Lavoro del Tribunale di Roma<sup>26</sup>, il quale ha definito enfaticamente le pronunce della Corte di Cassazione “diritto vivente” e, uniformandosi all'orientamento espresso dalla Suprema Corte, ha affermato che Cassa Depositi e Prestiti presenta tutti, o quasi, gli indici rivelatori - dalla personalità

<sup>21</sup> G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 1148.

<sup>22</sup> In senso diverso si veda M.T. SALVEMINI, *Elementi per una valutazione della trasformazione della Cassa depositi e prestiti in SPA (art. 5 d.l. 30 settembre 2003, n. 269). I dati di partenza e i problemi*, p. 4, in [www.serviziocali.com](http://www.serviziocali.com), il quale rileva che con il d.lgs. n. 284 del 1999 si è compiuta un'“operazione di restauro conservativo”, che ha permesso a Cassa Depositi e Prestiti di mantenere il regime di esenzioni che la normativa comunitaria assicurava alla stessa e che prevedeva in particolare: l'esclusione dall'ambito di applicazione delle direttive europee relative all'accesso e all'esercizio dell'attività degli enti creditizi, l'esclusione dalla qualifica di istituzione finanziaria, la compatibilità dell'ordinamento e delle attività della Cassa con il principio di concorrenza e il divieto in materia di aiuti di Stato e di finanziamento agevolato delle pubbliche amministrazioni, la non assoggettabilità dei servizi finanziari della Cassa alle regole di trasparenza nel mercato.

<sup>23</sup> G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 1149.

<sup>24</sup> G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 1150.

<sup>25</sup> G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 367; E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, cit., p. 270; contra, V. MALITESTA, *Sulla natura giuridica della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1998, n. 1, pp. 145 ss.

<sup>26</sup> Con tale ordinanza del giudice di merito è stata sospesa in via provvisoria l'efficacia del contratto collettivo di lavoro del personale della Cassa, ritenendo illegittima la sua inclusione nel comparto delle aziende autonome.



giuridica all'autonomia ordinamentale, organizzativa, contabile e patrimoniale - che, secondo la giurisprudenza, consentono di annoverare un soggetto nella categoria degli enti pubblici economici.

## **2. La graduale assunzione da parte di Cassa Depositi e Prestiti di funzioni nella gestione di partecipazioni**

Fino alla fine del diciannovesimo secolo nell'ambito dell'attività di Cassa Depositi e Prestiti si riscontra un nesso coerente tra l'attività di raccolta postale e il finanziamento degli enti locali. Invero fino a quest'epoca la Cassa non aveva mai svolto un effettivo ruolo di gestione di partecipazioni industriali, limitandosi occasionalmente ad assumere partecipazioni di capitale in istituti di credito di diritto pubblico, quali il Consorzio di credito per le opere pubbliche (Crediop) nel 1919, l'Istituto per le imprese di pubblica utilità (Icipu) nel 1924 e l'Istituto mobiliare italiano (Imi) nel 1931, costituito allo scopo di reperire fondi sul mercato obbligazionario da destinare per la concessione alle industrie di prestiti ipotecari a lungo termine<sup>27</sup>. Inoltre nel 1959 la Cassa aveva acquisito partecipazioni nel capitale dell'Istituto per il credito sportivo<sup>28</sup>, istituito con la l. n. 1295 del 1957.

Particolarmente significativo fu il ruolo esercitato da Cassa Depositi e Prestiti nella vicenda del gruppo chimico SIR (Società Italiane Resine), che era stato investito dalla crisi petrolifera negli anni settanta. L'Imi aveva continuato a finanziare il gruppo SIR, venendosi così a trovare in una difficile situazione patrimoniale, che fu sanata attraverso l'intervento della Cassa la quale, ai sensi dell'art. 7 della l. n. 784 del 1980, si rese "cessionaria delle ragioni di credito degli istituti di credito speciale nei confronti delle imprese del gruppo SIR"<sup>29</sup>. Per la prima volta si concretizzò la possibilità che Cassa Depositi e Prestiti, presente nelle retrovie, intervenisse in caso di necessità a favore delle imprese e questo caso fu oggetto di esplicito riconoscimento normativo<sup>30</sup>.

Successivamente le partecipazioni acquisite da Cassa Depositi e Prestiti nell'Imi e negli altri istituti di intermediazione creditizia e finanziaria sono state assegnate al Ministero del Tesoro, per effetto dell'art. 15, comma 3, del d.l. n. 333 del 1992, convertito con modificazioni dalla l. n. 359 del 1992, che ha previsto la trasformazione dei suddetti istituti in società per azioni.

---

<sup>27</sup> In dottrina si è evidenziato che, mediante l'acquisizione di tali partecipazioni, la Cassa ha fornito un importante sostegno all'industria e all'agricoltura. Sul punto si veda G.C. FILIPPI, *La Cassa depositi e prestiti: 150 anni di storia*, Quaderno monografico della Cassa depositi e prestiti, Roma, 1998, p. 19; V. BARNATO, *La ristrutturazione della Cassa depositi e prestiti*, cit., p. 1085.

<sup>28</sup> Attualmente la partecipazione detenuta da Cdp s.p.a. nell'Istituto per il credito sportivo è pari al 21,6 per cento.

<sup>29</sup> V. ZAMAGNI, *Il credito all'industria*, in *Storia d'Italia*, Annali, 23, 2008, pp. 783 ss.

<sup>30</sup> 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*, dicembre 2015, 370.

La progressiva apertura di Cassa Depositi e Prestiti all'acquisizione di partecipazioni azionarie è stato il risultato di un processo graduale. L'art. 1, comma 2, del d.lgs. n. 284 del 1999 ha stabilito che la Cassa può *“esercitare attraverso la costituzione o partecipazione, anche di controllo, in società di capitali, attività strumentali, connesse o accessorie ai suoi compiti istituzionali”*. Ciò significa che il ricorso allo strumento societario da parte di Cassa Depositi e Prestiti è ammesso esclusivamente per l'esercizio di attività strumentali, connesse o accessorie alle sue funzioni istituzionali, e non è, invece, consentito per l'assolvimento di compiti di interesse generale<sup>31</sup>.

La rimozione di tale vincolo è stata operata con l'art. 47, commi 1-5, della l. n. 448 del 2001 (legge finanziaria per il 2002), che ha riconosciuto a Cassa Depositi e Prestiti la possibilità di intervenire, in via sussidiaria, rispetto ai finanziamenti concessi da banche o intermediari finanziari, per assicurare il finanziamento dei soggetti pubblici e privati incaricati della progettazione o della realizzazione di grandi opere a livello regionale e locale, individuate dal Comitato interministeriale per la programmazione economica (Cipe). Tale intervento - che si compie per fini di interesse generale - può essere realizzato mediante operazioni di finanziamento di *“qualsiasi forma”* e, quindi, oltre che mediante operazioni di finanziamento di finanza di progetto e prestazioni di garanzie, anche attraverso l'assunzione *“di nuove partecipazioni che non dovranno essere di maggioranza, né comunque di controllo ai sensi dell'art. 2359 del codice civile”*, permettendo alla Cassa di agire *“come una sorta di holding pubblica in campo finanziario”*<sup>32</sup>.

In dottrina si è sostenuto che i nuovi compiti in materia di finanziamento delle grandi opere attribuiti a Cassa Depositi e Prestiti dalla legge finanziaria 2002 abbiano già di per sé delineato *“un ‘nuovo’ ruolo dell'istituto”*<sup>33</sup>, suscitando preoccupazioni sul rischio di un'alterazione del quadro delle competenze *“tradizionali”* della Cassa, sull'effettivo possesso delle competenze necessarie a valutare i progetti da finanziare e sulla necessità di fissare criteri tali da vincolare la concessione di finanziamenti all'economicità e alla profittabilità dell'iniziativa, in modo da non dar luogo a contrasti con la normativa comunitaria<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 371.

<sup>32</sup> G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 371.

<sup>33</sup> G. FALCONE, *Il nuovo ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Enti pubblici*, 2002, n. 2, p. 77.

<sup>34</sup> L. FIORENTINO, *Gli interventi a sostegno delle politiche infrastrutturali e di sviluppo*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2002, n. 2, p. 225. In attuazione dell'art. 47 della l. n. 448 del 2001, in data 21 gennaio 2002 è stata costituita, attraverso la partecipazione paritaria del Comune di Genova, dell'Autorità portuale e di Cassa Depositi e Prestiti, Tunnel di Genova s.p.a., che ha come scopo sociale lo svolgimento coordinato delle attività finalizzate alla progettazione, realizzazione e gestione dell'infrastruttura di collegamento sottomarino fra le zone di ponente e di levante della città di Genova. In data 17 maggio 2010 Cassa Depositi e Prestiti ha trasferito a titolo gratuito la propria partecipazione alla stessa Tunnel di Genova s.p.a., che è stata successivamente incorporata in un'altra società di proprietà del Comune. In data 14 febbraio 2012 il Consiglio comunale di Genova ha approvato la procedura straordinaria di liquidazione volontaria di Tunnel di Genova s.p.a.

L'assunzione di funzioni nella gestione di partecipazioni da parte di Cassa Depositi e Prestiti è poi proseguita con il d.l. n. 63 del 2002, convertito, con modificazioni, dalla l. n. 112 del 2002, che ha autorizzato la Cassa a costituire una società finanziaria per azioni, denominata “Infrastrutture s.p.a.”, avente il compito di emettere titoli e [obbligazioni](#) e di svolgere operazioni di [cartolarizzazione](#) garantite dal [patrimonio](#) immobiliare pubblico<sup>35</sup> di proprietà di [Patrimonio dello Stato](#) s.p.a. al fine di destinare le risorse così raccolte al finanziamento, in compartecipazione con banche e altri intermediari, di infrastrutture e grandi opere pubbliche, purché suscettibili di utilizzazione economica, e di investimenti per lo sviluppo.

Patrimonio dello Stato s.p.a. e Infrastrutture s.p.a. sono entrambe collegate a Cassa Depositi e Prestiti, la prima in modo eventuale, la seconda in modo necessario. Infrastrutture s.p.a., a seguito dell'istituzione *ope legis*, è stata posta sotto il controllo della Cassa, e si avvale dei suoi uffici in base a un'apposita convenzione. Patrimonio dello Stato s.p.a., che ha la funzione di valorizzare, gestire e alienare il patrimonio dello Stato, può cedere a Infrastrutture s.p.a. o a Cassa Depositi e Prestiti i diritti di cui dispone sui beni statali. Inoltre la Cassa può sottoscrivere gli aumenti di capitale di Infrastrutture s.p.a., anche a valere sulla cartolarizzazione di una parte dei propri crediti.

L'art. 1, commi 79-83, della l. n. 266 del 2005 (legge finanziaria per il 2006) ha poi disposto la fusione per incorporazione con effetto dal 1° gennaio 2006 di Infrastrutture s.p.a. in Cassa Depositi e Prestiti<sup>36</sup>, la quale ha conseguentemente assunto tutti i beni, i diritti e i rapporti giuridici attivi e passivi della società, incluso il patrimonio separato<sup>37</sup>.

### **3. La trasformazione di Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni disposta dall'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003 convertito nella l. n. 326 del 2003**

L'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003<sup>38</sup>, convertito con modificazioni nella l. n. 326 del 2003, ha disposto la trasformazione di Cassa Depositi e Prestiti in una società per azioni, denominata “Cassa depositi e prestiti società per azioni” (Cdp s.p.a.). La trasformazione in società per azioni rappresenta l'ultima tappa di un lungo percorso che, nel corso di poco più di un secolo e mezzo, ha visto la Cassa cambiare più volte la sua veste giuridica.

---

<sup>35</sup> Il patrimonio immobiliare pubblico comprende il patrimonio storico, artistico, demaniale, culturale ed archeologico.

<sup>36</sup> Nel frattempo a sua volta trasformata in società per azioni e peraltro già titolare dell'intero capitale sociale del soggetto fuso.

<sup>37</sup> Il legislatore ha mantenuto la destinazione vincolata al perseguimento dei fini indicati dal d.l. n. 63 del 2002 del patrimonio della società incorporata, che ha quindi rappresentato un vero e proprio patrimonio separato a cui si applicano le disposizioni di natura generale tenendo conto di questa peculiare condizione giuridico-patrimoniale.

<sup>38</sup> “Collegato” alla legge finanziaria 2004.

La privatizzazione<sup>39</sup> ha avuto lo scopo di dotare Cassa Depositi e Prestiti di una forma giuridica più conforme a un contesto operativo ispirato a logiche di mercato che mal si conciliano con un regime pubblicistico. Infatti, come si legge nella Relazione sulle privatizzazioni pubblicata dal Ministero dell'economia e delle finanze nel luglio del 2004, *“la ristrutturazione della Cassa ha risposto ad una precisa logica industriale, completando il percorso intrapreso al termine degli anni novanta con il decreto legislativo n. 284/1999 e [...] ha inteso rendere compatibile la sua tradizionale missione di interesse pubblico con gli obiettivi di equilibrio economico-finanziario tipici di una società per azioni”*<sup>40</sup> [...]”<sup>41</sup>.

Il d.l. n. 269 del 2003 ha previsto che le azioni di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. siano attribuite in un primo momento interamente allo Stato; si è trattato, pertanto, di una privatizzazione di tipo esclusivamente formale. Il decreto in parola non solo non ha programmato la privatizzazione sostanziale della società per azioni, ma ha introdotto alcuni limiti che ne hanno di fatto ostacolato l'operatività. In questo senso rileva l'art. 5, comma 2, del d.l. n. 269 del 2003, laddove dispone che le fondazioni *ex* bancarie, gli enti pubblici e i soggetti privati possano *“detenere quote complessivamente di minoranza”* del capitale, lasciando intendere che Cdp s.p.a. debba rimanere una società partecipata in via maggioritaria dallo Stato<sup>42</sup>. Infatti tale norma implica che la quota di maggioranza della società non debba essere ceduta<sup>43</sup> e, conseguentemente, che la possibilità concessa ai privati di divenire azionisti sia quantitativamente e qualitativamente limitata.

Ciò non appare pienamente coerente con l'*iter* originario della privatizzazione disegnato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, secondo cui la trasformazione in società per azioni e il trasferimento delle partecipazioni avrebbero dovuto essere propedeutici all'apertura del capitale di Cassa Depositi e Prestiti, dapprima alle fondazioni e in seguito ad altri finanziatori. Si prospettava cioè una privatizzazione in tre tappe, volta a ridurre gradualmente la quota azionaria posseduta dallo Stato. La prima tappa doveva riguardare una particolare categoria di investitori istituzionali, le fondazioni bancarie, a cui è stato esplicitamente proposto di valutare la convenienza ad assumere una partecipazione stabile nella Cassa; la seconda tappa della privatizzazione doveva interessare altri investitori istituzionali, ai quali sarebbe stato

---

<sup>39</sup> Come riportato nel comunicato stampa del Ministero dell'economia e delle finanze del 30 dicembre 2003, l'incasso dell'operazione di privatizzazione è stato pari a 1.050 milioni di euro.

<sup>40</sup> Una delle principali finalità della privatizzazione è stata quella di migliorare l'efficienza della struttura di Cassa Depositi e Prestiti, ritenuta inadeguata rispetto agli interessi generali che essa era chiamata a soddisfare. In proposito in dottrina si è osservato che *“la formale natura privata di questo nuovo intermediario, di proprietà pubblica, potrebbe condurre a deliberare finanziamenti meno politicizzati e più convenienti per la gestione della Cdp s.p.a.”*. Sul punto si veda M. GIUSTI, *Fondamenti di diritto dell'economia*, Padova, 2005, p. 185.

<sup>41</sup> Ministero dell'economia e delle finanze, *La relazione sulle privatizzazioni*, Roma, 2004, p. 21, in [www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it).

<sup>42</sup> Sul punto si veda S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, cit., p. 272.

<sup>43</sup> G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 370.

esteso l'invito ad entrare nel capitale della Cassa; il terzo passaggio doveva riguardare i risparmiatori privati, a cui sarebbe stata riservata un'offerta pubblica, non appena le condizioni di mercato fossero state favorevoli. Nella pratica la privatizzazione di Cassa Depositi e Prestiti si è arrestata dopo la prima tappa, che è risultata sufficiente per il conseguimento dei principali obiettivi dell'operazione<sup>44</sup>.

In attuazione di quanto previsto dal d.l. n. 269 del 2003<sup>45</sup> è stato emanato il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003, che ha determinato in un ammontare di 3,5 miliardi di euro il capitale di Cdp s.p.a., che è stato interamente versato su un conto corrente presso la Tesoreria centrale dello Stato di cui è titolare la stessa società<sup>46</sup>.

Il capitale sociale è stato suddiviso in 350 milioni di azioni del valore nominale di 10 euro, che sono state ripartite in 245 milioni di azioni ordinarie e in 105 milioni di azioni privilegiate<sup>47</sup>.

---

<sup>44</sup> G. CHESINI, *Cassa depositi e prestiti. Un "nuovo" intermediario nel sistema finanziario italiano?*, in L. MUNARI (a cura di), *Attualità e prospettive negli studi di economia dei mercati e degli intermediari finanziari*, Parma, 2006, p. 382.

<sup>45</sup> La trasformazione in società per azioni di Cassa Depositi e Prestiti non è stata immediatamente operativa, dato che l'art. 5, comma 3, lett. a), b), c) e d), del d.l. n. 269 del 2003 rinviava all'adozione di un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di natura non regolamentare, con cui sono determinati: le funzioni, le attività e le passività anteriori alla privatizzazione, che sono trasferite al Ministero e quelle assegnate alla gestione separata di Cdp s.p.a.; i beni; gli impegni accessori assunti dallo Stato; il capitale sociale, che deve comunque essere quantificato in misura non inferiore al fondo di dotazione della Cassa, risultante dall'ultimo bilancio approvato.

<sup>46</sup> Tale conto corrente è denominato "Cdp s.p.a. - gestione separata".

<sup>47</sup> Alle fondazioni è stato assegnato un "appetibile" pacchetto di azioni privilegiate, postergate nelle perdite e munite di un diritto di veto sulle modifiche statutarie. Dopo aver ottenuto il rinvio di tre anni della scadenza del 1° gennaio 2010 entro la quale le azioni privilegiate sarebbero dovute essere convertite in azioni ordinarie, in cambio della rinuncia al dividendo preferenziale, le fondazioni, alla nuova scadenza fissata per il 1° gennaio 2013, hanno ritenuto che l'art. 9, comma 3, dello Statuto di Cdp S.p.a., concernente la determinazione del valore delle azioni privilegiate in caso di recesso, fosse illegittimo, a seguito della modifica ad opera della riforma del diritto societario dell'art. 2437-ter del codice civile, che aveva configurato il diritto di recesso come un meccanismo di disinvestimento ordinario.

Con il parere n. 8178 del 7 novembre 2012, la Commissione speciale del Consiglio di Stato ha ritenuto meritevole di tutela il diritto delle fondazioni al conseguimento di una quota - corrispondente alla frazione detenuta del capitale sociale - degli incrementi patrimoniali ottenuti da Cdp s.p.a. dal momento dell'ingresso delle fondazioni a quello dell'esercizio del diritto di recesso da parte delle stesse. Aderendo a quanto prospettato dal giudice amministrativo, l'art. 36, commi 3 bis-3 decies, del d.l. n. 179 del 2012, convertito con modificazioni nella l. n. 221 del 2012, ha stabilito un nuovo criterio per la determinazione del valore delle azioni privilegiate ai soli fini della loro conversione in azioni ordinarie. La *ratio* della diversa valorizzazione delle azioni privilegiate nel caso di conversione, rispetto a quello di recesso, è spiegata dalla suddetta norma secondo cui le "condizioni economiche per la conversione [...] sono riconosciute al fine di consolidare la permanenza di soci privati nell'azionariato di Cdp". In sostanza il legislatore ha riconosciuto alle fondazioni, nel caso di conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie, condizioni economiche più favorevoli di quelle che spetterebbero ad esse nel caso di esercizio del diritto di recesso. Tali condizioni però operano esclusivamente nell'ipotesi in cui i soci privati decidano di mantenere la propria partecipazione nel capitale sociale della Cassa. Al riguardo si veda K. PECI, *La conversione delle azioni Cassa depositi e prestiti s.p.a.: il parere del Consiglio di Stato*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2013, n. 6, p. 630.

La proprietà del capitale azionario di Cdp s.p.a. è stata assegnata per il 70 per cento al Ministero dell'economia e delle finanze e per il 30 per cento, corrispondente a un valore di 1 miliardo e 50 milioni di euro, a un gruppo di 65 fondazioni bancarie<sup>48</sup>.

Come previsto dall'art. 5, comma 3-*bis*, del d.l. n. 269 del 2003, con d.p.c.m. del 27 aprile 2005 è stato adottato lo statuto di Cdp s.p.a. e sono stati nominati i componenti degli organi sociali, rappresentati dall'assemblea dei soci, dal consiglio di amministrazione<sup>49</sup> e dal collegio sindacale<sup>50</sup>. Al riguardo va puntualizzato che la compagine societaria della Cassa contempla, oltre ai normali organi tipici delle società per azioni, la presenza di un comitato di indirizzo<sup>51</sup>, che ha funzioni consultive e propositive nei confronti del consiglio di amministrazione in ordine alla formulazione degli indirizzi strategici della società, nonché di un comitato di supporto degli azionisti di minoranza, che riceve dal consiglio di amministrazione informazioni sulle varie attività che la società intende svolgere, compresa l'assunzione e la gestione di partecipazioni, esercitando un ruolo di contrappeso rispetto all'azionista di maggioranza<sup>52</sup>.

La trasformazione in società per azioni di Cassa depositi e prestiti ha comportato un ampliamento degli impieghi e un'estensione della raccolta delle fonti. Con riguardo al primo aspetto giova evidenziare che – a differenza dell'assetto precedente delineato dall'art. 1, comma 2, del d.lgs. n. 284 del 1999, secondo cui alla Cassa era consentito detenere partecipazioni anche di controllo in società di capitali, soltanto per l'esercizio di attività strumentali, connesse o accessorie ai suoi compiti istituzionali – il d.l. n. 269 del 2003 riconosce la legittimazione di Cdp s.p.a. ad acquisire partecipazioni in qualsiasi società, a prescindere dalla sussistenza di un rapporto di strumentalità, connessione e accessorietà con la propria attività istituzionale. Con riguardo al secondo aspetto va rilevato, che per effetto della nuova disciplina dettata dal citato d.l. n. 269 del 2003, Cdp s.p.a. è stata autorizzata a svolgere attività di mercato utilizzando, oltre al risparmio

---

<sup>48</sup> In particolare 5 quote da 89,84 milioni di euro sono state rilevate, rispettivamente, dalla Compagnia di San Paolo, dalla Fondazione Cariplo, dalla Fondazione Cassa di risparmio di Torino, dalla Fondazione Cassa di risparmio di Verona, Vicenza, Belluno e Ancona e dalla Fondazione Monte dei Paschi di Siena. Complessivamente le fondazioni bancarie hanno sottoscritto la totalità delle azioni privilegiate aventi diritto di voto nelle assemblee ordinarie e in quelle straordinarie.

<sup>49</sup> Esso è composto da nove membri e ha il compito nominare il direttore generale.

<sup>50</sup> Esso è composto da cinque sindaci effettivi e da due sindaci supplenti.

<sup>51</sup> Esso è composto dal direttore generale e da otto membri nominati dal consiglio di amministrazione.

<sup>52</sup> Segnatamente l'art. 22 dello statuto di Cdp s.p.a. dispone che il comitato “*riceve preventivamente dal consiglio di amministrazione per il tramite dell'amministratore delegato o direttamente da parte di quest'ultimo per quanto di sua competenza: analisi dettagliate sul grado di liquidità dell'attivo della società, sui finanziamenti, sulle partecipazioni, sugli investimenti e disinvestimenti prospettici e su tutte le operazioni societarie di rilievo; aggiornamenti sui dati contabili preventivi e consuntivi, oltre alle relazioni della società di revisione e del servizio di internal auditing sull'organizzazione e sulle procedure di funzionamento della società*”. Inoltre si prevede che il comitato riceve anche i verbali del collegio sindacale e si stabilisce che “*il presidente del comitato ha altresì diritto di richiedere ragionevolmente ulteriori informazioni o analisi al presidente del consiglio di amministrazione, all'amministratore delegato, al direttore generale, se nominato, ed al presidente del collegio sindacale*”. Si dispone poi che i verbali del comitato devono essere portati a conoscenza del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale.



delle famiglie raccolto tramite prodotti garantiti dallo Stato e distribuiti dagli sportelli postali, risorse provenienti dall'emissione di obbligazioni e di titoli anche non garantiti dallo Stato.

### **3.1. Le attività di Cdp s.p.a.**

L'attività di Cdp s.p.a. è strutturata su due aree distinte, la gestione separata e la gestione ordinaria.

#### **3.1.1. La gestione separata e i poteri del Ministero dell'economia e delle finanze**

La prima area, organizzata come gestione separata, si pone in linea di continuità con l'attività tradizionale di Cassa Depositi e Prestiti e riguarda la concessione di finanziamenti allo Stato, alle Regioni, agli enti locali, agli enti pubblici e agli organismi di diritto pubblico.

Le fonti di provvista relative ai finanziamenti della gestione separata sono costituite essenzialmente da fondi rimborsabili sotto forma di libretti di risparmio postale e buoni fruttiferi postali. La distribuzione di questi prodotti finanziari è affidata a Poste italiane s.p.a. o a società da quest'ultima controllate e per essi sussiste la garanzia dello Stato. Inoltre si prevede che Cdp s.p.a. possa raccogliere fondi mediante l'emissione di titoli o l'assunzione di finanziamenti e altre operazioni finanziarie, che *“possono essere assistite dalla garanzia dello Stato”*<sup>53</sup>, in caso di inadempimento dell'emittente. Ciò si giustifica in base alla valenza economica e sociale della raccolta stessa, tenuto conto che quando Cassa Depositi e Prestiti raccoglie risparmio postale o fornisce servizi finanziari alla pubblica amministrazione - configurandosi nell'esercizio di questo compito come un operatore di riferimento - eroga un servizio di interesse economico generale<sup>54</sup>.

Alla gestione separata sono assegnate le partecipazioni azionarie di cui Cdp s.p.a. è titolare, le attività a essa strumentali, connesse e accessorie, nonché le attività di assistenza e consulenza prestate in favore dei soggetti destinatari dei finanziamenti da essa concessi.

Con l'art. 22 del d.l. n. 185 del 2008, convertito nella l. n. 2 del 2009, che ha modificato l'art. 5, comma 7, lett. a), del d.l. n. 269 del 2003, si è operata una significativa estensione delle competenze di Cassa

---

<sup>53</sup> Dalla formulazione letterale dell'art. 5, comma 7, lett. a), del d.l. n. 269 del 2003 si desume che l'assistenza della garanzia statale per l'emissione di titoli, l'assunzione di finanziamenti e altre operazioni finanziarie effettuate da Cdp s.p.a. possa essere soltanto eventuale. Ciò a differenza di quanto previsto dall'art. 2, comma 1 e 2, del d.lgs. n. 284 del 1999 che già consentiva a Cassa Depositi e Prestiti, oltre a disporre dei fondi derivanti dal risparmio postale, di emettere altri prodotti finanziari, avvalendosi, per il collocamento degli stessi, di banche, di intermediari finanziari vigilati e di imprese di investimento, ma disponeva espressamente che tali prodotti finanziari fossero assistiti dalla garanzia dello Stato.

<sup>54</sup> In proposito va precisato che, con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 6 ottobre 2004, la raccolta tramite il risparmio postale è stata qualificata come servizio di interesse economico generale, al pari delle attività di finanziamento degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico svolte sempre nell'ambito della gestione separata.

Depositi e Prestiti. Con tale intervento normativo si è inserita la previsione che l'utilizzo dei fondi relativi alla gestione separata e, quindi, derivanti dal risparmio postale, dall'emissione di titoli, dall'assunzione di finanziamenti e da altri strumenti finanziari, è consentito anche per il compimento di ogni altra operazione di interesse pubblico prevista dallo statuto sociale di Cdp s.p.a., effettuata nei confronti di Stato, Regioni, enti locali, enti pubblici e organismi di diritto pubblico, o dai medesimi promossa, nonché nei confronti di soggetti privati per il compimento di operazioni nei settori di interesse generale, individuati secondo i criteri, i limiti e i settori di intervento indicati con decreto di natura non regolamentare dal Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi dell'art. 5, comma 11, lett. e) del d.l. n. 269 del 2003, tenuto conto della sostenibilità economico-finanziaria di ciascuna operazione.

La gestione separata è soggetta ad una disciplina speciale.

L'art. 5, comma 9, del d.l. n. 269 del 2003 attribuisce al Ministro dell'economia e delle finanze specifici poteri di indirizzo della gestione separata, concernenti la determinazione delle modalità di esercizio dell'attività in essa rientrante e l'individuazione dei parametri in base ai quali devono essere impiegate le risorse derivanti dalla medesima gestione.

In particolare, ai sensi dell'art. 5, comma 11, del d.l. n. 269 del 2003, il Ministro, con propri decreti di natura non regolamentare<sup>55</sup>, stabilisce:

- i criteri per la definizione delle condizioni economiche e generali degli strumenti di raccolta che sono assistiti dalla garanzia dello Stato;
- i criteri per la definizione delle condizioni generali ed economiche degli impieghi, nel rispetto dei principi di accessibilità, uniformità di trattamento, predeterminazione e non discriminazione;
- le norme in materia di trasparenza, pubblicità, contratti e comunicazioni periodiche;
- i criteri per la gestione delle partecipazioni societarie dello Stato trasferite a Cdp s.p.a. ai sensi dell'art. 5, comma 3, del d.l. n. 269 del 2003.

I poteri sull'indirizzo della gestione separata, conferiti al Ministero dell'economia e delle finanze dal suindicato d.l. n. 269 del 2003, appaiono più incisivi di quelli che spetterebbero normalmente all'azionista di maggioranza<sup>56</sup> secondo quanto previsto nel codice civile<sup>57</sup>, al punto che in dottrina si è osservato che

---

<sup>55</sup> La natura di decreti non regolamentari comporta che essi siano sottratti al controllo preventivo del Consiglio di Stato e della Corte dei conti, ai sensi dell'art. 17, comma 4, della l. n. 400 del 1988.

<sup>56</sup> 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*, cit., p. 376.

<sup>57</sup> Peraltro il Ministro dell'economia e delle finanze non esercita un'attività di direzione e coordinamento delle società partecipate ai sensi dell'art. 2497 e seguenti del codice civile, come dallo stesso rilevato nel decreto del 6 ottobre 2004, recante "Determinazioni ai sensi dell'art. 5, comma 11, lett. a), b), e c), del d.l. 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla l. n. 326 del 2003, ed esercizio del potere di indirizzo della gestione separata della Cassa depositi e prestiti società per azioni a norma dell'art. 5, comma 9, del citato decreto-legge".



“*l’ampia configurazione normativa dei poteri di indirizzo pubblico e le successive interferenze dello stesso legislatore circa lo sviluppo delle politiche di investimento*”, rischiano di vanificare la scelta di far entrare nel capitale della Cassa le fondazioni di origine bancaria, scelta che avrebbe dovuto incentivare lo svolgimento in chiave redditizia dell’attività di finanziamento di opere e infrastrutture di interesse pubblico<sup>58</sup>.

Tali poteri sono stati esercitati dal Ministro dell’economia e delle finanze mediante l’emanazione del decreto del 6 ottobre 2004, con il quale sono state individuate le finalità della separazione organizzativa e contabile realizzata con la gestione separata, tra cui si segnala quella di assicurare la compatibilità del complesso delle funzioni di Cdp s.p.a. con la normativa in materia di aiuti di Stato, concorrenza e trasparenza dettata dal d.lgs. n. 333 del 2003, in attuazione della direttiva 2000/52/CE sulla trasparenza delle relazioni finanziarie tra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche.

L’art. 5, comma 10, del d.l. n. 269 del 2003 disciplina l’amministrazione della gestione separata e stabilisce che il consiglio di amministrazione di Cassa Depositi e Prestiti sia integrato da alcuni membri aggiuntivi “*con funzioni di amministratore*” e, in particolare, dal Ragioniere generale dello Stato, dal Direttore generale del Tesoro e da tre esperti in materie finanziarie in rappresentanza, rispettivamente, delle Regioni, delle Province e dei Comuni, nominati con decreto del Ministro dell’economia e delle finanze, e scelti da terne presentate dalla Conferenza dei Presidenti delle Giunte Regionali, dall’Upi (Unione Province Italiane) e dall’Anci (Associazione Nazionale Comuni Italiani).

La specialità della disciplina sulla gestione separata riguarda poi due ulteriori aspetti. Il primo profilo attiene alla funzione di vigilanza sulla gestione separata relativamente ai profili di operazioni di finanziamento e sostegno del settore pubblico realizzate con riferimento all’intero comparto previdenziale e assistenziale, assegnata dall’art. 5, comma 9, del d.l. n. 269 del 2003, come innovato dall’art. 1, comma 253, della l. n. 190 del 2014 (legge di stabilità 2015), alla Commissione parlamentare, istituita dall’art. 3 del r.d. n. 453 del 1913. Nell’organizzazione di Cassa Depositi e Prestiti permane tale organismo, che è composto da quattro senatori, quattro deputati, tre consiglieri di Stato e un consigliere della Corte dei conti<sup>59</sup>, dato che resta vigente l’art. 1, comma 3, della l. n. 197 del 1983, secondo cui si prevede che il Parlamento esercita il controllo sulla Cassa per il tramite della suddetta Commissione.

---

<sup>58</sup> In tal senso si veda G. NAPOLITANO, *Le società “pubbliche” tra vecchie e nuove tipologie*, in *Rivista delle Società*, 2006, p. 1010, il quale osserva che, in questo quadro, la *voce* delle fondazioni di origine bancaria è flebile: ma anche l’opzione *exit* è complicata dall’esistenza di un regime vincolato della circolazione azionaria, oltre che dalla funzione di vigilanza svolta ad altro titolo dal socio pubblico.

<sup>59</sup> I senatori e i deputati sono scelti dalle rispettive Camere all’inizio di ogni legislatura e nell’intervallo tra una legislatura e l’altra continuano a far parte della Commissione. Per ciascun parlamentare membro effettivo è designato un supplente, chiamato a sostituirlo in caso di cessazione dall’incarico. I consiglieri di Stato e i consiglieri della Corte dei conti sono nominati rispettivamente dal presidente del Consiglio di Stato e dal presidente della Corte dei conti, restano in carica per lo stesso periodo previsto per i parlamentari e possono essere riconfermati.

Il secondo profilo di specialità della normativa sulla gestione separata concerne la possibilità per Cassa Depositi e Prestiti di avvalersi della rappresentanza in giudizio e della difesa da parte dell'Avvocatura dello Stato, ai sensi dell'art. 43 del r.d. n. 1611 del 1933.

Inoltre va rilevato che i contratti e trasferimenti del ramo di attività della gestione separata sono soggetti a uno speciale regime di esenzione fiscale, essendo esenti dall'imposta di registro, dall'imposta di bollo, dalle imposte ipotecarie e catastali e da ogni altra imposta indiretta, nonché da ogni altro tributo o diritto<sup>60</sup>. Ciò colloca le attività della gestione separata al di fuori del perimetro di mercato, garantendo a Cassa Depositi e Prestiti, in qualità di investitore di lungo periodo, una posizione di privilegio e di vantaggio rispetto agli istituti finanziari ordinari<sup>61</sup>.

La gestione separata, che deve essere improntata a criteri di trasparenza e salvaguardia dell'equilibrio economico, comporta una mera separazione organizzativa e contabile delle attività di finanziamento degli enti pubblici e degli enti locali da quelle di finanziamento delle opere, degli impianti e delle reti destinati alla fornitura di servizi pubblici. Ciò al fine di evitare una violazione delle regole di concorrenza derivanti da politiche di sussidi incrociati.

Nell'ambito della struttura di Cassa Depositi e Prestiti sono state costituite tre diverse unità operative, denominate rispettivamente "Gestione separata", "Gestione ordinaria" e "Servizi comuni"<sup>62</sup>, in cui sono state riclassificate le già esistenti unità organizzative dell'ente. In sostanza si è compiuta una segmentazione delle risorse all'interno di un'unica attività e di un unico patrimonio della Cassa<sup>63</sup>.

A ogni tipologia di gestione corrisponde una diversa forma di finanziamento, con la conseguenza che Cdp s.p.a., quando utilizza risorse dotate di garanzia statale, è soggetta a un regime speciale, quando, invece, impiega risorse proprie e capitali acquisiti con rischio imprenditoriale, essa opera come un istituto finanziario privato. Il conto economico è distinto sulla base dei livelli di separazione<sup>64</sup> e non sono

---

Essi cessano di far parte della commissione in caso di collocamento a riposo. La Commissione di vigilanza nomina il presidente e il vicepresidente tra i suoi componenti.

<sup>60</sup> Cfr. art. 5, comma 24, del d.l. n. 269 del 2003.

<sup>61</sup> M. MACCHIA, *I diritti sociali e lo Stato azionista. Il finanziamento delle reti di nuova generazione da parte della Cassa Depositi e Prestiti*, in P. BONETTI – A. CARDONE – A. CASSATELLA – F. CORTESE – A. DEFFENU – A. GUAZZAROTTI (a cura di), *Spazio della tecnica e spazio del potere nella tutela dei diritti sociali*, Roma, 2014, p. 953.

<sup>62</sup> I servizi comuni sono costituiti dalle funzioni di servizio, dalle funzioni di supporto, indirizzo e controllo, oltre che dagli organi di governo e controllo.

<sup>63</sup> F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, agosto 2004, n. 2, p. 362.

<sup>64</sup> Come evidenziato nella Relazione della Corte dei conti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria di Cassa depositi e prestiti s.p.a. per l'esercizio 2010 (determinazione n. 16/2012 del 2 marzo 2012), *"fin dall'avvio dell'operatività della gestione ordinaria, Cdp s.p.a. ha scelto di tenere distinti i flussi finanziari afferenti alle due gestioni, seppur tale distinzione non sia strettamente richiesta dal sistema di separazione contabile. In altre parole, le forme di raccolta, impiego e gestione della liquidità (depositi e conto correnti) della Gestione Separata sono autonome e distinte rispetto ai medesimi strumenti per la gestione ordinaria, fatte salve esigenze temporanee ed eccezionali"*.

consentiti trasferimenti di risorse da una gestione all'altra, a meno che le eventuali transazioni interne tra gestioni siano effettuate assumendo come riferimento i relativi prezzi di mercato.

Come sopra accennato, l'adozione di tale sistema di separazione gestionale da parte di Cdp s.p.a. si è resa necessaria per conformarsi alla disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato e di concorrenza, in quanto alcune forme di provvista, che confluiscono nella gestione separata (buoni fruttiferi e libretti postali) beneficiano della garanzia dello Stato e, pertanto, è necessario dividerle da quelle svolte potenzialmente in concorrenza con altri operatori.

### 3.1.2. La gestione ordinaria

La seconda area di attività che il d.l. n. 269 del 2003 attribuisce a Cdp s.p.a. è la gestione ordinaria. Essa ha ad oggetto la concessione di finanziamenti, sotto qualsiasi forma, per le opere, gli impianti, le reti e le dotazioni destinate a iniziative di pubblica utilità, nonché investimenti finalizzati a ricerca, sviluppo, innovazione, tutela e valorizzazione del patrimonio culturale, anche in funzione di promozione del turismo, ambiente e efficientamento energetico<sup>65</sup>.

Si tratta di un ramo innovativo di attività volta al finanziamento delle infrastrutture e degli investimenti nel settore dei servizi pubblici da chiunque realizzati. Conseguentemente possono essere finanziati anche soggetti privati che gestiscono o partecipano a qualunque titolo alle suddette opere pubbliche, mentre la disciplina precedente consentiva alla Cassa di finanziare soggetti privati entro limiti assai più ristretti<sup>66</sup>: infatti l'art. 1 del d.lgs. n. 284 del 1999 prevedeva che la Cassa potesse concedere mutui, oltre che a enti pubblici, solo ai gestori di pubblici servizi, anche privati, alle società cui la stessa partecipava e agli altri soggetti previsti dalla legge.

La provvista per i finanziamenti dell'attività rientrante nella gestione separata è reperita attraverso l'emissione di titoli e, più in generale, mediante l'assunzione di finanziamenti e l'effettuazione di altre operazioni finanziarie<sup>67</sup>. È preclusa a Cassa Depositi e Prestiti la raccolta di fondi rimborsabili a vista ed è espressamente esclusa la garanzia dello Stato, con la conseguenza che la raccolta dei fondi per i finanziamenti della gestione ordinaria è effettuata esclusivamente presso investitori istituzionali.

La disciplina sulla gestione ordinaria mira a distinguere questa tipologia di attività di Cassa Depositi e Prestiti dall'attività delle banche. Tuttavia non si applica alla gestione ordinaria della Cassa il divieto di

---

<sup>65</sup> L'art. 7, comma 1, lett. b), del d.l. n. 269 del 2003 fa riferimento anche alle opere e alle infrastrutture interessanti i territori montani e rurali e destinate a investimenti nel campo della *green economy*, effettuati in via preferenziale in cofinanziamento con enti creditizi.

<sup>66</sup> F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, cit., p. 359.

<sup>67</sup> La competenza a deliberare le operazioni di raccolta di fondi, sotto qualsiasi forma, spetta all'organo amministrativo di Cdp s.p.a., vale a dire al consiglio di amministrazione.

raccolta del risparmio presso il pubblico, sancito, invece, per i soggetti diversi dalle banche. Inoltre a Cdp s.p.a. è attribuita la facoltà di costituire patrimoni separati, destinandoli specificamente al soddisfacimento dei diritti di portatori di titoli e di altri soggetti finanziatori.

La finalità dell'attività rientrante nella gestione ordinaria è soprattutto quella di consentire la realizzazione delle opere senza gravare sul debito pubblico e la partecipazione alle stesse degli investitori privati, *“garantendo un equilibrio tra orizzonte e rischio assunto in base all'investimento”*<sup>68</sup>.

Tuttavia, come rilevato dalla Corte dei conti nella Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria di Cdp s.p.a. per l'esercizio 2013, il rapporto tra gestione separata e gestione ordinaria è ancora oggi *“sensibilmente squilibrato”*<sup>69</sup>, dato che la seconda si presenta *“come una mera appendice della prima, senza un significato strategico chiaramente percepibile”*<sup>70</sup>, a maggior ragione nella prospettiva di un'espansione delle attività della Cassa.

#### **4. La configurazione di Cassa Depositi e Prestiti come *holding* a controllo pubblico**

Con riguardo al ruolo di *holding* di Cassa Depositi e Prestiti, l'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003 prevede, al comma 8, che Cdp s.p.a. assume partecipazioni da assegnare alla gestione separata anche in deroga alla normativa vigente e, al comma 3, lett. b), consente espressamente il trasferimento di partecipazioni societarie dello Stato, anche indirette, alla Cassa. L'individuazione delle partecipazioni da trasferire è demandata a un decreto non regolamentare del Ministero dell'economia e delle finanze e la determinazione dei relativi valori di trasferimento e di iscrizione in bilancio è effettuata sulla base della relazione giurata di stima prodotta da uno o più soggetti di adeguata esperienza e qualificazione professionale nominati dallo stesso Ministero, anche in deroga agli artt. 2342-2345 del codice che disciplinano i conferimenti alle società, la stima dei medesimi conferimenti e il pagamento delle quote<sup>71</sup>.

In ordine al rapporto tra Cassa Depositi e Prestiti e il suo azionista di controllo, l'art. 5, comma 2, del d.l. n. 269 del 2003 stabilisce che lo Stato esercita sulle azioni detenute in Cdp s.p.a. *“i diritti dell'azionista ai*

<sup>68</sup> M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012, p. 79.

<sup>69</sup> In particolare si riscontra una netta sproporzione tra le voci patrimoniali e le voci economiche della gestione ordinaria e della gestione separata. Le partecipazioni azionarie della gestione separata ammontano a più di 18 miliardi di euro, quelle della gestione ordinaria sono pari a 77 milioni di euro; il risultato di gestione della gestione separata è più di 2 miliardi di euro, mentre quello della gestione ordinaria è solo di 32 milioni di euro.

<sup>70</sup> Corte dei conti, *Determinazione e relazione della Sezione del controllo sugli enti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.A. per l'esercizio 2013*, determinazione n. 4/2015 del 28 gennaio 2015, p. 105.

<sup>71</sup> Tale normativa dettata dal d.l. n. 269 del 2003 è stata fortemente criticata dalla Corte dei conti la quale, nella deliberazione n. 14 del 2004, ha rilevato che *“Al di là della difficoltà di escludere a priori che le deroghe in questione possano comportare rischi aggiuntivi di trasparenza, va notato che l'individuazione dei beni da conferire è transitoria, data la possibilità [...] di disporre 'ulteriori trasferimenti e conferimenti' [...] con successivi decreti ministeriali”*.

sensi dell'art. 24, comma 1, lett. a), del d.lgs. 30 luglio 1999, n. 300", che assegna al Ministero dell'economia e delle finanze lo svolgimento dei compiti di spettanza statale nelle aree funzionali della politica economica e finanziaria, con particolare riguardo alla valorizzazione dell'attivo e del patrimonio dello Stato, *"alla gestione di partecipazioni azionarie dello Stato, compreso l'esercizio dei diritti dell'azionista e l'alienazione di titoli azionari di proprietà dello Stato"*.

Si esclude espressamente nei confronti di Cdp s.p.a. l'applicazione dell'art. 2362 del codice civile in tema di unico azionista<sup>72</sup>. Si è quindi di fronte a una società per azioni regolata in modo ampio ma incompleto dal diritto civile<sup>73</sup>.

Con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze n. 59627 del 18 giugno 2004 sono stati dettati i criteri specifici per la gestione delle partecipazioni societarie dello Stato trasferite a Cassa Depositi e Prestiti, allo scopo di *"consentire una gestione razionale e flessibile"* delle suddette partecipazioni e di *"tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza delle società partecipate"*. In particolare si è stabilito che la Cassa deve concordare preventivamente con il Dipartimento del Tesoro del MEF *"qualsiasi atto di disposizione e/o trasferimento avente ad oggetto, in tutto o in parte"*, le partecipazioni trasferite ed i relativi diritti di voto<sup>74</sup>. Inoltre si è disposto che Cdp s.p.a. è *"tenuta a consultare preventivamente il Ministero"* e ad *"attenersi"* alle sue *"indicazioni motivate"*, ove *"difforni dalla proposta formulata"*<sup>75</sup>. In sostanza la gestione separata, a cui sono assegnate le partecipazioni azionarie cedute dallo Stato a Cassa Depositi e Prestiti, è organizzata in modo da essere condizionata dalla consultazione obbligatoria e vincolante del Ministero dell'economia e delle finanze<sup>76</sup>. Con decreto del 27 gennaio 2005 il Ministero dell'economia e delle finanze ha poi determinato i criteri guida concernenti l'acquisizione di nuove partecipazioni da parte di Cdp s.p.a., che definiscono ulteriormente l'ambito e le finalità della gestione delle partecipazioni già delineate nello statuto, il quale prevede che *"per il perseguimento dell'oggetto sociale la società può altresì svolgere ogni operazione strumentale, connessa e accessoria"*, come *"assumere partecipazioni ed interessenze in società, imprese, consorzi e raggruppamenti di imprese, sia*

<sup>72</sup> La citata disposizione prevede, al comma 1, che, quando le azioni risultano appartenere a una sola persona o muta la persona dell'unico socio, gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese una dichiarazione contenente l'indicazione del cognome e nome o della denominazione, della data e del luogo di nascita o dello Stato di costituzione, del domicilio o della sede e cittadinanza dell'unico socio.

<sup>73</sup> G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, cit., pp. 370-371.

<sup>74</sup> Ivi inclusa la vendita, la permuta, la donazione, la dazione in pagamento, la costituzione in usufrutto con attribuzione del diritto di voto all'usufruttuario, la dazione in pegno con attribuzione del diritto di voto al creditore pignoratizio, il conferimento in società, il trasferimento a qualsiasi titolo di diritti di opzione e di prelazione.

<sup>75</sup> In dottrina si è osservato che dalla suddetta disciplina in materia di gestione delle partecipazioni sembra trasparire una "visione dirigistica". Sul punto si veda M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione*, cit., p. 152.

<sup>76</sup> Corte dei conti, Sezione del controllo sugli enti, *Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.a. per gli esercizi 2004, 2005 e 2006*, delibera n. 71/2008 dell'11 novembre 2008, p. 109.

*italiani che esteri che siano strumentali, connesse o accessorie al proprio oggetto sociale*". In particolare nel suindicato decreto si precisano le definizioni di strumentalità, connessione e accessorietà, specificando che Cdp s.p.a. può acquisire, anche avvalendosi dei fondi provenienti dalla raccolta postale, partecipazioni in società: a) strumentali, ovvero le cui attività siano funzionali o ausiliarie al compimento del proprio oggetto sociale; b) connesse, ovvero le cui attività siano legate da un vincolo di interdipendenza con il proprio oggetto sociale; c) accessorie, ovvero le cui attività siano legate da un vincolo di complementarità con il proprio oggetto sociale.

La configurazione di Cassa Depositi e Prestiti come *holding* a controllo pubblico mostra che, sebbene con la trasformazione in società per azioni essa si sia definitivamente distaccata dall'apparato ministeriale<sup>77</sup>, tuttavia non sono stati integralmente recisi i legami con l'amministrazione finanziaria statale, che ha continuato a esercitare un'influenza decisiva sull'attività della Cassa, in conseguenza sia della larga maggioranza detenuta nel capitale della società, sia degli specifici poteri di indirizzo relativi alla gestione separata.

## **5. La natura di “Market Unit” di Cassa Depositi e Prestiti**

Per effetto della trasformazione in società per azioni e della sua parziale privatizzazione Cassa Depositi e Prestiti è stata considerata da Eurostat esterna rispetto all'aggregato contabile della pubblica amministrazione<sup>78</sup> e riclassificata come “intermediario finanziario”<sup>79</sup>. A sua volta la Banca Centrale Europea, rilevando che lo statuto impone a Cdp s.p.a. di operare come “Market Unit” e che la garanzia dello Stato sulla raccolta postale può ritenersi di “ultima istanza”, l'ha ricompresa tra le istituzioni finanziarie monetarie, al pari della omologa Cassa francese CDC (*Caisse des dépôts et consignations*) e tedesca KfW (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*).

In virtù della sua qualificazione come “Market Unit”, gli interventi di Cassa Depositi e Prestiti a sostegno dell'economia non sono considerati di per sé aiuti di Stato e le passività finanziarie della stessa non sono consolidate nel debito pubblico italiano. Prima della trasformazione della Cassa in società per azioni, il risparmio postale era invece integralmente conteggiato come debito pubblico, in quanto considerato un

---

<sup>77</sup> Prima della privatizzazione Cassa Depositi e Prestiti era sempre stata considerata un'amministrazione pubblica; invero la Sezione del controllo sugli enti della Corte dei conti - nel rilevare che la l. n. 197 del 1983 non aveva espressamente attribuito alla Cassa personalità giuridica - aveva affermato che essa apparteneva allo Stato-persona giuridica ed era assoggettata a tutti i vincoli che tale natura comportava.

<sup>78</sup> In tale veste Cassa Depositi e Prestiti esercita l'acquisizione di attività finanziarie e l'assunzione di passività in conto proprio, che sono elementi tipici dell'intermediazione finanziaria secondo la definizione fornita dal Sistema europeo dei Conti Sec 95.

<sup>79</sup> Secondo Eurostat Cassa Depositi e Prestiti è un'“unità istituzionale”, in quanto dispone di autonomia decisionale, contabilità indipendente e personalità giuridica autonoma.

prestito di soggetti privati a un'istituzione pubblica. Allo stato attuale, il risparmio postale è invece considerato un prestito di soggetti privati a un altro soggetto privato e non rientra, quindi, direttamente nel conteggio del livello di indebitamento del settore pubblico. Il risparmio postale “diventa” debito pubblico quando la Cassa lo impiega per il finanziamento degli investimenti delle amministrazioni pubbliche, ovvero quando viene versato nel “Conto disponibilità del Tesoro per i servizi di Tesoreria” del Ministero dell'economia e delle finanze, in qualità di debito delle amministrazioni pubbliche nei confronti del soggetto privato Cdp s.p.a.<sup>80</sup>.

In tutte le altre forme di intervento, dal finanziamento delle infrastrutture in *project financing* o in *public private partnership* (PPP), agli strumenti di debito ed *equity* rivolti alle imprese, le attività di Cassa Depositi e Prestiti non incidono sul bilancio dello Stato ed essa agisce sul mercato alla stregua di un comune investitore privato, sostenendo direttamente i rischi di ogni operazione.

Al riguardo occorre precisare che la garanzia statale copre solo la porzione della raccolta della Cassa costituita dal risparmio postale e si configura come una garanzia sussidiaria posta a beneficio dei risparmiatori postali con la conseguenza che, qualora essa venisse escussa, lo Stato si rivarrebbe su Cdp s.p.a. e sul suo patrimonio<sup>81</sup>. Inoltre, come visto, gran parte della raccolta garantita dallo Stato è collocata nel conto corrente di tesoreria presso il MEF e, quindi, rappresenta di fatto una modalità di finanziamento del debito pubblico alternativa al collocamento di titoli sovrani sui mercati finanziari<sup>82</sup>.

Ciò comporta che la Cassa, al pari di ogni operatore privato, può fallire, nella misura in cui la garanzia dello Stato tutela il risparmiatore, ma non predispose alcuna forma di assicurazione sul bilancio della società, in particolare sul fronte degli impieghi. L'operatività di Cdp s.p.a. come strumento di mercato non dipende quindi esclusivamente dalla sua natura di “Market Unit”, ma anche dalla circostanza che essa gestisce risorse private da remunerare, dovendo contestualmente dar conto della propria attività ad azionisti non solo pubblici (Ministero dell'economia e delle finanze) ma anche privati (fondazioni bancarie).

L'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003 stabilisce, al comma 8, che a Cdp s.p.a. si applicano le disposizioni del Titolo V del Testo unico delle leggi in materia di intermediazione bancaria e creditizia (t.u.b.), di cui al d.lgs. n. 385 del 1993, previste per gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107

---

<sup>80</sup> F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *L'industria*, luglio-settembre 2015, n. 3, p. 439.

<sup>81</sup> F. BASSANINI, *ibidem*, p. 440.

<sup>82</sup> F. BASSANINI, *ibidem*.

del medesimo decreto<sup>83</sup>, nel rispetto però delle peculiari caratteristiche che la connotano in quanto soggetto vigilato, nonché della speciale disciplina della gestione separata.

La norma in parola ha la funzione di disapplicare per Cassa Depositi e Prestiti la disciplina delle banche e di applicare ad essa esclusivamente la normativa sugli intermediari finanziari, pur mantenendola all'interno dell'ordinamento posto a tutela del risparmio. Se infatti mancasse una norma come quella contenuta nell'art. 5, comma 8, del d.l. n. 269 del 2003, Cdp s.p.a. dovrebbe essere qualificata come banca a tutti gli effetti, dato che la sua attività consiste nel raccogliere risparmio presso il pubblico e nella concessione di credito<sup>84</sup>. Invero la Cassa, *“attraverso le Poste, raccoglie risparmio con obbligo di restituzione ed esercita il credito”*<sup>85</sup>.

La natura di Cassa Depositi e Prestiti è, quindi, sostanzialmente bancaria, nonostante la presenza di due gestioni, ordinaria e separata, e di alcuni vincoli interni all'impiego delle risorse e nonostante l'anomalia data dal fatto che Cdp s.p.a. non raccoglie risparmio direttamente ma si avvale degli sportelli di un soggetto terzo, ossia Poste italiane. La ragione della scelta di sottoporre la Cassa a una disciplina distinta si giustifica in primo luogo in base alla volontà di sottrarre la Cassa all'applicazione delle regole in materia di vigilanza prudenziale cui sono sottoposti gli enti creditizi. Invero, la vigilanza sugli intermediari finanziari di cui all'art. 107 del t.u.b., in ragione dei minori rischi cui è esposta tale categoria di intermediari, segue formalità e ha caratteristiche diverse rispetto a quella sulle banche, pur trattandosi sempre di una vigilanza di carattere prudenziale. La Banca d'Italia può, quindi, compiere ispezioni periodiche presso Cdp s.p.a., richiedere documenti e informazioni, e sottoporre la Cassa alla regolamentazione sulla stabilità. Ma il vero nodo della questione attiene al nuovo ruolo di *holding* assunto da Cassa Depositi e Prestiti, rispetto ai quali rilevano i vincoli alle partecipazioni societarie detenibili dalle banche, che sono subentrati in luogo dell'ormai soppresso principio della separatezza tra banca e industria<sup>86</sup> che – frutto della necessità

---

<sup>83</sup> L'art. 107 del d.lgs. n. 385 del 1993 prevede l'iscrizione in un elenco speciale degli intermediari finanziari che presentano determinati requisiti, relativi all'attività svolta, alla dimensione e al rapporto tra indebitamento e patrimonio, individuati dal Ministro del Tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob. Il d.lgs. n. 141 del 2010 ha abolito il suddetto elenco speciale e, all'art. 10, ha previsto che le disposizioni legislative, che si riferiscono agli intermediari finanziari iscritti negli elenchi di cui agli artt. 106 o 107, si intendono riferite agli intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui al nuovo art. 106.

<sup>84</sup> Già nel secondo dopoguerra Cassa Depositi e Prestiti era stata definita *“un'impresa di credito a lungo termine”*. Sul punto si veda M.S. GIANNINI, *Le imprese pubbliche in Italia*, in *Rivista delle Società*, 1958, p. 235.

<sup>85</sup> R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 2012, V ed., Bologna, 2005, p. 239.

<sup>86</sup> Secondo la disciplina sulla separatezza banca-industria, prevista dal Titolo IV, capitolo 9, delle Istruzioni di Vigilanza per le banche della Banca di Italia, in attuazione dell'art. 53, comma 1, lett. c), del t.u.b., le banche non possono detenere partecipazioni in imprese non finanziarie in misura superiore al 15% del capitale della società partecipata, salvo autorizzazioni specifiche della Banca d'Italia concesse in virtù della natura e delle caratteristiche della banca partecipante (ad esempio per le c.d. *“merchant banks”*). Inoltre, a fini di stabilità sono posti limiti alle partecipazioni in imprese non finanziarie in percentuale sul patrimonio di vigilanza delle banche partecipate. Il principio della separatezza banca-industria, tratto distintivo della regolamentazione bancaria italiana, è stato



di regolamentare i rapporti tra banche e imprese industriali fin dagli anni Trenta del secolo scorso, a causa della rilevanza che gli intrecci partecipativi fra le stesse ebbero nella crisi economica di quel periodo – poneva limiti all’acquisizione di partecipazioni societarie in imprese non finanziarie, c.d. “a valle”, ai quali si aggiungevano quelli relativi alle partecipazioni nel capitale delle banche, c.d. “a monte”<sup>87</sup>.

Attualmente sussistono parametri di vigilanza relativi all’acquisizione di partecipazioni industriali da parte delle banche, quali il limite di concentrazione degli investimenti in imprese non finanziarie in rapporto ai fondi propri<sup>88</sup>. In particolare, l’art. 89 del Regolamento UE n. 575 del 26 giugno 2013 vieta agli enti creditizi di detenere partecipazioni qualificate in un’impresa al di fuori del settore finanziario e bancario il cui importo superi il 15% del capitale ammissibile dell’ente<sup>89</sup>. L’importo totale delle partecipazioni qualificate che un ente creditizio detiene in imprese esterne al settore finanziario e bancario non può superare il 60 % del capitale ammissibile.

Tali vincoli, qualora fosse stati applicati a Cassa Depositi e Prestiti, avrebbero complicato e ostacolato l’esercizio del nuovo ruolo di *holding* a controllo pubblico che il d.l. n. 269 del 2003 ha attribuito ad essa<sup>90</sup>. Come rilevato dalla Corte dei conti, ad esempio nel 2006 il valore complessivo delle partecipazioni industriali detenute da Cdp s.p.a. risultava già più del doppio del patrimonio di vigilanza e il valore individuale di quattro su cinque delle maggiori partecipazioni, singolarmente prese, risultava maggiore del 15% del patrimonio stesso<sup>91</sup>.

In sostanza, la qualificazione formale di Cassa Depositi e Prestiti come banca avrebbe imposto limiti stringenti alla capacità di acquisire partecipazioni in imprese industriali; limiti che, invece, non si applicano alla Cassa in virtù del suo inquadramento come intermediario finanziario. E’ possibile perciò ritenere che

---

eliminato dall’art. 14 del d.l. n. 185 del 2008, convertito in l. n. 2 del 2009, che ha abrogato i commi 6 e 7 dell’art. 19 del t.u.b., in quanto era divenuto incompatibile con la normativa europea.

<sup>87</sup> Sul punto si veda C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, 2012, Bologna, p. 172; R. COSTI, *L’ordinamento bancario*, cit., pp. 351 e 621; 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*, cit., p. 373.

<sup>88</sup> C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, cit., p. 192.

La deliberazione del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio n. 276 del 29 luglio 2008, che ha abrogato il d.m. n. 242632 del 22 giugno 1993, ha previsto, all’art. 2, che “*le banche e i gruppi bancari possono detenere partecipazioni in imprese non finanziarie secondo quanto stabilito dalla Banca d’Italia nel rispetto della disciplina comunitaria*”.

Come rilevato dalla Banca d’Italia nella circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, recante “Disposizioni di vigilanza per le banche”, la normativa vigente sulle partecipazioni detenibili dalle banche in imprese non finanziarie è “*diretta a contenere il rischio di un eccessivo immobilizzamento dell’attivo derivante da investimenti partecipativi*” e mira a “*promuovere una gestione dei rischi e dei conflitti di interesse conforme al criterio della sana e prudente gestione*”.

<sup>89</sup> Come definito dall’art. 4, par. 71, dello stesso Regolamento.

<sup>90</sup> E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, cit., p. 281.

<sup>91</sup> Corte dei conti, Sezione del controllo sugli enti, *Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.a. per gli esercizi 2004, 2005 e 2006*, delibera n. 71/2008 dell’11 novembre 2008, p. 10.

il Governo abbia deciso di sottrarre Cdp s.p.a. alla disciplina delle banche<sup>92</sup>, nonostante la sua natura oggettivamente bancaria, proprio per consentirle in futuro di svolgere il ruolo di *holding* pubblica<sup>93</sup>.

Cassa Depositi e Prestiti, in qualità di intermediario finanziario, è comunque sottoposto al regime di vigilanza di tipo “informativo” previsto per le banche italiane<sup>94</sup>. Infatti la società predispone un bilancio di esercizio in base alle disposizioni dettate in materia di bilanci delle banche<sup>95</sup>. Inoltre dal 2006 Cdp s.p.a., essendo stata classificata come “ente creditizio (*credit institution*)” fra le Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM) dell’Unione Europea, è stata assoggettata sia al regime di riserva obbligatoria minima ai sensi del Regolamento CE n. 1745/2003 della Banca centrale europea del 12 settembre 2003, sia all’obbligo di fornire, da ottobre 2007, un’informativa patrimoniale mensile indirizzata, per il tramite della Banca d’Italia, alla Banca Centrale Europea (c.d. segnalazione statistica all’Eurosistema o Sezione V della Matrice dei conti di Vigilanza) con la conseguente necessità di disaggregare il dato contabile per attributi di rapporto e di controparte<sup>96</sup>.

In definitiva, Cassa Depositi e Prestiti è tenuta a osservare gli obblighi di segnalazione periodica alla Banca d’Italia, secondo le istruzioni di vigilanza di quest’ultima. Si estendono poi a Cdp s.p.a. “*le stesse regole e modalità segnaletiche previste per le banche*” e, quindi, si impone anche ad essa di fornire, “*seppure con la necessaria gradualità*” e “*pur avute presenti le specificità operative della Cassa*”, “*un flusso di informazioni strutturato e standardizzato*” alla luce di appositi schemi di rilevazione.

---

<sup>92</sup> Peraltro va ricordato che l’art. 2 della direttiva 2013/36/UE esclude dal suo ambito di applicazione Cassa Depositi e Prestiti, come una serie di enti creditizi simili di altri Stati membri, tutti appartenenti al settore pubblico e caratterizzati dallo svolgimento di attività bancaria a fini non solo imprenditoriali ma anche e soprattutto di interesse generale.

<sup>93</sup> F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos’è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, cit., p. 371; 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*, cit., p. 374.

<sup>94</sup> In passato la Cassa, in ragione della sua appartenenza al settore pubblico, era automaticamente esclusa dalla vigilanza della Banca di Italia. Sul punto si veda V. BARNATO, *La ristrutturazione della Cassa depositi e prestiti*, cit., p. 1089.

<sup>95</sup> Già a partire dal periodo immediatamente successivo alla trasformazione in società per azioni Cassa Depositi e Prestiti ha redatto i propri bilanci per gli esercizi 2004 e 2005 sulla base delle disposizioni in materia di bilanci delle banche dettate dal d.lgs. n. 87 del 1992 e, più in dettaglio, contenute nella circolare della Banca d’Italia n. 166 del 30 luglio 1992.

<sup>96</sup> Note della Banca di Italia n. 928372 del 28 agosto 2006 e n. 1306243 del 15 dicembre 2006.

## 6. L'ampliamento dell'ambito di operatività di Cassa Depositi e Prestiti mediante la valorizzazione delle partecipazioni pubbliche

### 6.1. Il trasferimento di partecipazioni societarie dello Stato a Cdp s.p.a.

In attuazione dell'art. 5, commi 3 e 8, del d.l. n. 269 del 2003, con il d.m. del 5 dicembre 2003, che ha definito i rapporti patrimoniali tra Cassa Depositi e Prestiti e il Ministero dell'economia e delle finanze, è stata disposta la cessione a titolo oneroso a Cdp s.p.a. delle seguenti partecipazioni societarie di proprietà dello Stato:

- 1) il 10,35% di Enel s.p.a., per un corrispettivo di 3.156,5 milioni di euro;
- 2) il 10% di Eni s.p.a., per un corrispettivo di 5.315,8 milioni di euro;
- 3) il 35% di Poste Italiane s.p.a., per un corrispettivo di 2.518,7 milioni di euro.

Con tale operazione di trasferimento si è dato avvio a una serie di cessioni di partecipazioni azionarie “*con natura non finanziaria, ma industriale*”<sup>97</sup>. Gli effetti sono stati notevoli per il bilancio statale, determinando una riduzione significativa del rapporto tra debito pubblico e PIL. Infatti, la trasformazione di Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni e la sua uscita dal perimetro della pubblica amministrazione, oltre a determinare una ricomposizione del debito pubblico tra amministrazione centrale ed enti locali, indebitati nei confronti della Cassa<sup>98</sup>, hanno consentito una riduzione del debito pubblico di 11 miliardi di euro proprio grazie alla cessione a Cdp s.p.a. delle partecipazioni azionarie dello Stato in Enel s.p.a., Eni s.p.a. e Poste italiane s.p.a., a fronte di una riduzione di pari importo dei depositi della Cassa presso la Tesoreria<sup>99</sup>. In sostanza la manovra di finanza pubblica del 2003 si è ampiamente basata sulla funzione di *holding* di Cassa Depositi e Prestiti<sup>100</sup>.

Nella Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. per gli esercizi 2004, 2005 e 2006, la Corte dei conti ha osservato che, mentre per lo Stato l'operazione è servita a realizzare nel breve proventi utili a migliorare la situazione della finanza pubblica, nelle acquisizioni effettuate all'atto della trasformazione in società per azioni Cdp s.p.a. ha individuato

<sup>97</sup> E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, cit., p. 273.

<sup>98</sup> A seguito dell'uscita dal settore delle pubbliche amministrazioni il debito di Cassa depositi e prestiti sotto forma di risparmio postale non è più conteggiato come debito pubblico in quanto la garanzia dello Stato è classificata come “contingent”, ovvero di ultima istanza. Ovviamente i mutui degli enti territoriali e delle altre amministrazioni pubbliche e le disponibilità della Cassa presso il “Conto disponibilità del Tesoro per i servizi di Tesoreria” del Ministero dell'Economia e delle Finanze continuano a rappresentare debito pubblico. Sul punto si veda G. DELLA CANANEA, *Legge collegata alla finanziaria: beni pubblici e Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2004, n. 4, 358 ss.; Banca d'Italia, *La trasformazione della Cassa depositi e prestiti in società per azioni e gli effetti del debito pubblico*, in *Bollettino economico*, n. 42, del 2004.

<sup>99</sup> Tale importo è stato prelevato dai conti correnti di tesoreria intestati a Cassa depositi e prestiti s.p.a. per essere trasferito sul fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

<sup>100</sup> R. COSTI – M. MESSORI, *Per lo sviluppo. Un capitalismo senza rendite e con capitale*, Bologna, 2005, p. 276.



una duplice *ratio*: da un lato, con l'acquisizione di una partecipazione in Poste italiane s.p.a. si è consolidato il legame con la società titolare della rete di distribuzione del risparmio postale<sup>101</sup>, rappresentante un vitale interesse strategico per la Cassa<sup>102</sup>; dall'altro, l'acquisizione delle partecipazioni in Eni s.p.a. e Enel s.p.a. ha comportato una sostanziale diversificazione delle fonti di ricavo aggiuntive rispetto al margine di interesse.

In definitiva, la vendita di pacchetti azionari posseduti dallo Stato a Cassa Depositi e Prestiti ha portato alla creazione di un'*holding* pubblica in grado di gestire sia partecipazioni in società che svolgono un'attività collegata a quella istituzionalmente affidata a Cdp s.p.a. (come è nel caso di partecipazioni in Poste Italiane s.p.a.), sia partecipazioni in società che non svolgono un'attività connessa con la missione di Cdp s.p.a. (come è nel caso delle partecipazioni in Eni s.p.a. e in Enel s.p.a.).

La composizione del portafoglio di partecipazioni azionarie di Cassa Depositi e Prestiti si è ulteriormente diversificata: nel 2005 con l'acquisto di una partecipazione da Enel s.p.a. in Terna s.p.a.; nel 2012 con l'acquisto di una partecipazione da Eni s.p.a. in Snam s.p.a. Tali operazioni rispondono alla duplice finalità di adempiere a puntuali prescrizioni regolatorie impartite dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato e di assolvere al compito di Cdp s.p.a. di promuovere la realizzazione di investimenti infrastrutturali funzionali alla crescita e alla competitività del Paese<sup>103</sup>.

Con riguardo all'acquisizione da parte di Cassa Depositi e Prestiti di una partecipazione del 29,99% da Enel s.p.a. in Terna s.p.a., l'Antitrust, con il provvedimento n. 14542 del 4 agosto 2005, aveva rilevato che, per effetto di tale operazione, Cassa Depositi e Prestiti avrebbe assunto una posizione dominante nel mercato della trasmissione e del dispacciamento dell'energia elettrica idonea a ostacolare la concorrenza in maniera effettiva sui mercati, verticalmente connessi, della vendita di energia all'ingrosso e dei servizi di dispacciamento. Ciò in virtù dell'intreccio azionario esistente in capo a Cdp s.p.a., che

---

<sup>101</sup> Fin dagli ultimi decenni del secolo XIX l'autonomia operativa del sistema Bancoposta - Cassa Depositi e Prestiti ha alimentato il lato passivo e attivo di un circuito unitario di raccolta e impiego del risparmio.

<sup>102</sup> Nel Piano industriale di Cdp s.p.a. relativo al 2003 la suddetta operazione di dismissione delle partecipazioni azionarie dello Stato a favore di Cassa Depositi e Prestiti si giustifica in base all'obiettivo di rafforzare il raccordo funzionale della Cassa con Poste Italiane s.p.a. nella gestione del risparmio postale, prevedendo anche l'acquisizione di Poste Vita e la possibilità di ampliare la raccolta in direzione dei prodotti assicurativi. In proposito si veda G. CHESINI, *Cassa depositi e prestiti. Un 'nuovo' intermediario nel sistema finanziario italiano?*, cit., pp. 377-403.

<sup>103</sup> Le partecipazioni in Terna s.p.a. e Snam s.p.a. sono considerate "strutturalmente strategiche" ai fini degli interessi nazionali, geo-politici oltre che economici. L'acquisizione da parte di Cdp s.p.a. di tali partecipazioni consente di ottenere il risultato che i necessari approvvigionamenti di energia elettrica e gas naturale restino in capo all'Italia e che siano effettuati gli investimenti indispensabili per garantire l'adeguatezza delle reti al servizio. Al riguardo si veda D. COLACCINO, *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Rapporto Irpa 1/2015, Napoli, 2015, pp. 131-132.

sarebbe diventata, al contempo, soggetto controllore dell'operatore proprietario e gestore della rete di trasmissione nazionale, cioè di Terna, e azionista di rilievo dell'operatore dominante nei suddetti mercati a valle, cioè di Enel.

Pertanto, con il suindicato provvedimento, l'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha autorizzato l'acquisizione da parte di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. del 29,99% del capitale sociale di Terna s.p.a. e del ramo di azienda di Grtn s.p.a. (Gestore della Rete di Trasmissione Nazionale), costituito dal complesso dei beni, rapporti giuridici attivi e passivi, organizzato per l'esercizio delle attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia elettrica, subordinando l'operazione al rispetto delle seguenti condizioni:

- a) la cessione, a decorrere dal 1° luglio 2007 ed entro i 24 mesi successivi, da parte di Cdp s.p.a., della partecipazione detenuta in Enel s.p.a., pari al 10,2% del capitale sociale;
- b) l'adozione, in via transitoria e fino al soddisfacimento della condizione *sub a)*, da parte di Cdp s.p.a., dell'impegno ad adottare specifiche misure correttive volte a garantire la neutralità del proprio operato e a evitare un pregiudizio al mercato, consistenti:

- nell'approvazione da parte del consiglio di amministrazione di Terna s.p.a., entro sei mesi dalla unificazione tra la proprietà e la gestione della Rete di Trasmissione Nazionale, di una delibera che definisca le procedure idonee a definire il ruolo dell'organo denominato "Comitato di Consultazione" di cui all'art. 1 del d.p.c.m. dell'11 maggio 2004;

- nella nomina di almeno sei dei sette consiglieri di Terna s.p.a. spettanti a Cdp s.p.a., nell'ipotesi di un consiglio di amministrazione composto da dieci membri, con caratteristiche di indipendenza tali da garantire una gestione improntata al rispetto dei principi di neutralità e imparzialità, senza discriminazione di utenti o categorie di utenti<sup>104</sup>.

In data 15 settembre 2005 Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. ha acquisito circa il 30% del capitale sociale di Terna s.p.a.<sup>105</sup>, mantenendo, al contempo, la partecipazione in Enel s.p.a., per un ammontare pari al 10,2% del capitale della società.

Il Tar Lazio, Sez. I, con la sentenza n. 1898 del 13 marzo 2006, ha respinto il ricorso proposto da Cassa Depositi e Prestiti avverso la suindicata delibera dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, che imponeva alla società l'obbligo di cessione della partecipazione detenuta in Enel s.p.a. Contro questa decisione del giudice amministrativo di primo grado Cdp s.p.a. ha presentato appello, sul quale si è

---

<sup>104</sup> Inoltre, si è previsto che analoga proporzione debba essere mantenuta a prescindere dal numero dei membri del consiglio di amministrazione di Terna s.p.a.

<sup>105</sup> Il trasferimento della suddetta quota del capitale sociale di Terna a Cdp s.p.a. ha avuto un costo complessivo di 1.315 milioni di euro.

pronunciato il Consiglio di Stato, sez. VI, che, con la sentenza n. 550 del 12 febbraio 2007, ha giudicato legittimo il provvedimento dell'Antitrust, con riferimento alla misura graduale ma definitiva della dismissione da parte di Cdp s.p.a. della quota di capitale sociale posseduta in Enel, e, invece, ha annullato la misura transitoria relativa al condizionamento della nomina di sei dei sette consiglieri di Terna spettanti alla Cassa<sup>106</sup>.

In ottemperanza alla richiamata delibera dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato n. 14542 del 2005, Cassa Depositi e Prestiti ha, dunque, trasferito al Ministero dell'economia e delle finanze l'intero pacchetto di partecipazioni detenute in Enel s.p.a. In tale occasione si è proceduto a un'importante operazione di permuta azionaria, di cui al d.m. 30 novembre 2010, con la quale il MEF ha trasferito a Cdp s.p.a. il 16,38 per cento di azioni Eni e, a titolo di corrispettivo, oltre alle azioni Enel, Cdp s.p.a. ha trasferito al MEF la totalità delle partecipazioni detenute in Poste italiane s.p.a.<sup>107</sup> e in STMicroelectronics Holding Nv.

In ordine all'inserimento nell'operazione di permuta, finalizzata all'osservanza delle prescrizioni dell'Antitrust, anche della cessione delle azioni detenute da Cdp s.p.a. in Poste italiane s.p.a. e in STMicroelectronics Holding Nv, occorre evidenziare due aspetti. In primo luogo, con riguardo al trasferimento della quota di capitale sociale posseduta in STMicroelectronics Holding Nv, se è vero che tale operazione ha consentito di vendere una partecipazione che non era pienamente coerente con l'attività istituzionale di Cassa Depositi e Prestiti, è altrettanto innegabile che la stessa partecipazione ha un carattere fortemente strategico<sup>108</sup>. In secondo luogo, con riferimento alla retrocessione al Ministero

---

<sup>106</sup> Ad avviso del Collegio, tale misura sarebbe sproporzionata ed eccessiva rispetto allo scopo. Tuttavia tale conclusione non appare condivisibile. Infatti il giudice amministrativo, nell'affermare l'illegittimità della misura trascura completamente il nesso teleologico che lega il condizionamento nelle nomine dei consiglieri di Terna s.p.a. spettanti a Cdp s.p.a. all'alienazione da parte di quest'ultima delle partecipazioni detenute in Enel s.p.a. Il fondamento della misura transitoria annullata è proprio il rispetto del principio di proporzionalità: attraverso il condizionamento del meccanismo di nomina si tutela la Cassa da un pregiudizio economico eccessivo e, al contempo, si rispettano i tempi e la gradualità necessaria alla definitiva dismissione azionaria. Se, quindi, la misura definitiva è giudicata legittima, in quanto pienamente conforme ai principi di proporzionalità, effettività e durevolezza, anche la misura transitoria annullata sarebbe dovuta essere considerata tale, dato che tramite quest'ultima è assicurata l'effettività e la durevolezza della prima. In tal senso si veda S. SIMONE, *Cassa depositi e Prestiti: organismo di diritto pubblico?*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, n. 2, p. 168.

<sup>107</sup> Pertanto Cassa Depositi e Prestiti ha ceduto 457.138.500 azioni ordinarie rappresentative del 35 per cento del capitale sociale di Poste Italiane s.p.a. al Ministero dell'economia e delle finanze che, dal 21 dicembre 2010, ne è divenuto nuovamente l'unico azionista. Secondo un movimento di andata e ritorno, la partecipazione in Poste italiane s.p.a. è poi passata una seconda volta sotto il controllo di Cdp s.p.a. In data 20 ottobre 2016 è stato sottoscritto l'aumento del capitale sociale di Cassa Depositi e Prestiti riservato al Ministero dell'economia e delle finanze, per un ammontare, comprensivo di sovrapprezzo, di euro 2.930.257.785, liberato mediante il conferimento in Cdp s.p.a. da parte del MEF di una partecipazione del 35% del capitale sociale di Poste Italiane s.p.a. L'operazione ha perseguito lo scopo di rafforzare la dotazione patrimoniale della Cassa.

<sup>108</sup> Cfr. Corte dei conti, *Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.a. per gli esercizi 2004, 2005 e 2006*, delibera n. 71/2008 dell'11 novembre 2008. L'acquisizione è stata ritenuta strategica

dell'economia e delle finanze delle partecipazioni detenute da Cdp s.p.a. in Poste italiane s.p.a., si rileva che la motivazione della suddetta operazione deve essere individuata nell'esigenza di evitare l'ambiguità della relazione tra i due soggetti, connessa alla concomitante veste di azionista di Cassa Depositi e Prestiti, che avrebbe potuto alterare la posizione di terzietà nel rapporto di collocamento del risparmio postale. In sostanza il trasferimento del pacchetto azionario allo Stato ha comportato il superamento della latente situazione di conflitto di interessi, prima configurabile in ragione dello svolgimento da parte di Poste italiane, per conto della Cassa, della raccolta del risparmio postale.

Con riguardo all'acquisizione da Eni s.p.a. della partecipazione in Snam s.p.a., l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, con il provvedimento n. 23824 dell'8 agosto 2012, ha valutato la sussistenza di un possibile conflitto di interessi in capo a Cassa Depositi e Prestiti, che *“si potrebbe esplicitare attraverso una politica di massimizzazione complessiva delle partecipazioni detenute da Cdp stessa in Eni e Snam Rete Gas”* e ha deliberato di ammettere l'operazione alla luce di un'analisi della vigente normativa del mercato del gas che vieta di compiere discriminazioni tra operatori economici nell'accesso alle infrastrutture di trasporto e dispacciamento. In particolare la decisione dell'Antitrust si è fondata sulla considerazione che la strategia di sviluppo delle infrastrutture di importazione adottata da Snam s.p.a. è vincolata a perseguire, nell'interesse generale, l'obiettivo di politica energetica della realizzazione *“di un mercato liquido del gas naturale nell'area mediterranea”*; obiettivo quest'ultimo che non è raggiungibile se non attraverso nuovi investimenti in gasdotti e terminali di rigassificazione, che risultano *“non necessariamente coerenti con l'obiettivo di massimizzazione del valore di Eni”*.

Pertanto l'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha autorizzato Cdp s.p.a. all'acquisto da Eni s.p.a. di una partecipazione pari al 30% meno un'azione del capitale votante di Snam s.p.a., ritenendo che l'operazione non sia suscettibile di determinare la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante, tale da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza.

In conformità alla decisione dell'Antitrust, Cassa Depositi e Prestiti, tramite il veicolo appositamente costituito Cdp Reti, ha dunque acquisito da Eni s.p.a. circa il 30% di Snam s.p.a. L'operazione è stata effettuata in attuazione del d.p.c.m. del 25 maggio 2012<sup>109</sup> che, nell'ambito della definizione delle modalità di cessione della partecipazione di Eni s.p.a. in Snam s.p.a., ha individuato Cassa Depositi e Prestiti quale

---

essendo STMicroelectronics Holding Nv l'unica società italiana di dimensioni rilevanti attiva nel settore ed essendo concentrata in Italia una parte consistente della sua spesa annua sia in ricerca e sviluppo, sia concernente il numero di occupati (più di 10 mila persone). Attualmente STMicroelectronics Holding Nv è una società di diritto olandese le cui azioni sono detenute al 50 per cento dal Ministero dell'economia e delle finanze e al 50 per cento da una *holding* controllata dal Fondo Strategico francese (oggi “Bpifrance”), che detiene il 27,5 della società.

<sup>109</sup> Tale decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri reca il titolo “Criteri, condizioni e modalità per adottare il modello di separazione proprietaria della società Snam S.p.a. ai sensi dell'art. 15 della legge 24 marzo 2012, n. 27”.

soggetto idoneo a garantire, mediante l'acquisizione di una quota non inferiore al 25,1%, un nucleo stabile nell'azionariato di Snam, e ha stabilito che l'esercizio del potere di azionista su Snam s.p.a. spetta alla Cassa, escludendo l'intervento diretto del Ministero dell'economia e delle finanze. La stessa assemblea di Cassa Depositi e Prestiti ha approvato alcune modifiche statutarie, volte ad adeguare lo statuto della società al d.p.c.m. del 25 maggio 2012, che ha dettato nuovi criteri di *governance* intesi ad assicurare l'indipendenza tra il proprietario delle attività di produzione e fornitura di gas e il proprietario e gestore dell'attività di trasporto del gas<sup>110</sup>. Invero, data la contemporanea titolarità da parte di Cdp s.p.a. di azioni di Eni s.p.a.<sup>111</sup>, il suindicato decreto ha previsto regole assai stringenti volte a garantire la piena terzietà di Snam s.p.a.

Le suesposte operazioni di acquisizione di quote rilevanti del capitale sociale in Terna s.p.a. e Snam s.p.a. mostrano in tutta la loro consistenza i poteri di azionista<sup>112</sup> di Cdp s.p.a. e il suo ruolo tutt'altro che passivo nella gestione di partecipazioni<sup>113</sup>.

---

<sup>110</sup> Questi criteri interessano anche la gestione di Terna s.p.a., dato che si applicano in generale alla gestione delle partecipazioni detenute da Cdp s.p.a. in società controllate che gestiscono infrastrutture di rete di interesse nazionale nel settore dell'energia. Le modifiche inserite negli artt. 6, 15 e 18 dello statuto di Cdp s.p.a. hanno riguardato gli aspetti qui di seguito indicati. In ordine ai poteri di indirizzo sulla gestione separata della Cassa spettanti al Ministero dell'economia e delle finanze, si è stabilito che tali poteri non possono essere esercitati in ordine alla 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. In ordine alla gestione della partecipazione in Snam s.p.a., si è esclusa la partecipazione al consiglio di amministrazione dei membri che lo integrano per l'amministrazione della gestione separata di Cdp s.p.a. Con riguardo alle cariche societarie, si è disposto che, per garantire l'indipendenza tra Eni s.p.a. e Snam s.p.a., gli amministratori, i sindaci, il direttore generale e il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari di Cdp s.p.a. non possono rivestire alcuna carica nell'organo amministrativo di controllo, né funzioni dirigenziali in Eni s.p.a. e nella sue società controllate, né intrattenere alcun rapporto, di natura professionale o patrimoniale, con tali società.

<sup>111</sup> Al riguardo va precisato che, in ordine alla partecipazione in Eni s.p.a., il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 18 giugno 2004 ha stabilito l'assenza di controllo o di collegamento da parte di Cdp s.p.a.

<sup>112</sup> A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero "ai posteri l'ardua sentenza"*, in *Mercato concorrenza regole*, agosto 2013, n. 2, pp. 289; 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*, cit., p. 379.

<sup>113</sup> L'Antitrust, nella delibera n. 14542 del 2005 che ha autorizzato l'acquisizione di partecipazioni in Terna s.p.a., ha evidenziato che dal Piano industriale di Cdp s.p.a. per gli anni 2005-2009 emerge che la gestione delle partecipazioni ha un peso consistente nell'attività della Cassa, avendo quest'ultima individuato un'apposita *business unit* per lo svolgimento di tale attività e avendo chiaramente manifestato l'intenzione di proteggere i propri investimenti in partecipazioni e di creare valore per gli stessi. Con la conseguenza che è lecito ritenere che "nell'impartire le istruzioni ai rappresentanti di Cdp nel c.d.a. di Terna, si conferisca il massimo rilievo all'obiettivo di assumere decisioni che massimizzano il valore della società controllata, così che il management di Cdp non potrà che tener conto degli effetti che tali scelte hanno sul valore del totale delle altre società partecipate, e dunque anche di Enel". In sostanza la contestuale posizione di controllo in Terna s.p.a. e di azionista di rilievo in Enel s.p.a. consentirà a Cdp s.p.a. di gestire tali partecipazioni secondo un principio di massimizzazione congiunta del loro valore.



Ciò appare confermato anche dai recenti sviluppi che hanno interessato il portafoglio azionario di Cassa Depositi e Prestiti. Nel 2014 Cdp s.p.a. ha conferito a Cdp Reti<sup>114</sup> l'intera partecipazione detenuta in Terna s.p.a., pari al 29,85% del capitale sociale<sup>115</sup> e, contestualmente, ha indetto un'apposita procedura competitiva, che si è conclusa con la cessione di una quota complessiva del 40,9% del capitale di Cdp Reti a State Grid Europe Limited (SGEL), società del gruppo cinese State Grid Corporation of China e a un gruppo di investitori istituzionali italiani<sup>116</sup>. In data 19 maggio 2017 è stata perfezionata la cessione da Cdp s.p.a. a Cdp Reti delle partecipazioni in Snam s.p.a. (1,12%) e Italgas s.p.a. (0,97%).

Nel 2010 Cassa Depositi e Prestiti ha acquisito da Eni s.p.a., mediante il suo veicolo Cdp gas s.r.l.<sup>117</sup>, l'89% delle azioni di Trans Austria Gasleitung GmbH (Tag)<sup>118</sup>, che gestisce in esclusiva il trasporto relativo al tratto austriaco del gasdotto che collega la Russia all'Italia, attraverso cui passa circa il 30% dell'importazione nazionale del gas. Nel 2014 Cdp s.p.a. ha trasferito la partecipazione azionaria posseduta in Tag a Snam s.p.a.

## **6.2. L'acquisizione di partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale e la costituzione del Fondo Strategico Italiano**

L'art. 7 del d.l. n. 34 del 2011, convertito con modificazioni dalla legge di conversione n. 75 del 2011, ha esteso l'ambito di operatività di Cassa Depositi e Prestiti, consentendole di assumere partecipazioni in

---

<sup>114</sup> La costituzione di Cdp reti e il conferimento in essa di partecipazioni nella rete elettrica nazionale, nonché la cessione di una quota inferiore al 50% del capitale della società veicolo a investitori privati, sono intese a favorire l'ingresso di nuove risorse per consentire la ricapitalizzazione di Cassa Depositi e Prestiti, mantenendo comunque il controllo in capo a Cdp s.p.a. e allo Stato.

<sup>115</sup> Nella seduta del 23 ottobre 2014, il Consiglio dei ministri ha deciso di non esercitare il potere speciale di veto sull'operazione deliberata dal consiglio di amministrazione di Cassa Depositi e Prestiti di conferimento della propria partecipazione in Terna nella società controllata Cdp Reti. Si è trattato infatti di un'operazione infragruppo espressamente esclusa dall'ambito di applicazione della disciplina sul potere speciale, di cui all'art. 2, commi 1 e 2, del d.l. n. 21 del 2012, convertito con modificazioni dalla l. n. 56 del 2012, e all'art. 4 del d.p.r. n. 85 del 2014.

<sup>116</sup> L'acquisto da parte di un operatore straniero, non appartenente all'Unione europea, di una quota di minoranza del capitale sociale di Cdp Reti risulta fuori dal campo applicativo del *golden power*, in quanto Cassa Depositi e Prestiti mantiene il controllo esclusivo di diritto su quest'ultima e State Grid Europe Limited ha limitati diritti di *governance* secondo quanto previsto dal contratto di compravendita e dai patti parasociali.

<sup>117</sup> Cdp s.p.a. ha realizzato la fusione per incorporazione della società controllata al 100% Cdp Gas s.r.l. per soddisfare esigenze di semplificazione del portafoglio partecipativo e di riduzione dei costi operativi complessivi.

<sup>118</sup> Eni s.p.a. ha ceduto tale partecipazione detenuta in Tag al fine di ottemperare agli impegni assunti in data 29 settembre 2010 nei confronti della Commissione europea per determinare la chiusura di una procedura *antitrust* a carico della società, che ha coinvolto altri due gasdotti.

società di rilevante interesse nazionale<sup>119</sup>. Tale norma – nell’inserire il comma 8-*bis* all’art. 5 del d.l. n. 269 del 2003 – attribuisce espressamente alla Cassa la possibilità di acquisire partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese, e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività<sup>120</sup>.

In dottrina si è osservato che la suddetta disposizione, secondo cui Cassa Depositi e Prestiti è abilitata ad assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale che siano in una situazione di equilibrio

---

<sup>119</sup> Il d.l. n. 34 del 2011 fu adottato in un momento storico in cui una serie di aziende italiane furono acquisite da concorrenti francesi (Bulgari da LVMH, Parmalat da Lactalis, Edison da EDF), motivo per cui si avvertì l’esigenza di una normativa che avesse come obiettivo la protezione delle imprese italiane da aggressioni estere. Al riguardo si veda Cassa Depositi e Prestiti, *Crescere per competere. Il caso del Fondo strategico italiano, Quaderni*, marzo 2015, n. 1, p. 20.

<sup>120</sup> Su iniziativa degli azionisti di minoranza, vale a dire le fondazioni di origine bancaria, Cassa Depositi e Prestiti, mediante la previsione di apposite norme statutarie, che sono state poi recepite integralmente nel d.l. n. 34 del 2011 e nel decreto ministeriale di attuazione dello stesso, ha definito le “regole d’ingaggio” delle acquisizioni di partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale.

Con una dichiarazione congiunta sottoscritta da tutti gli azionisti della Cassa, e inserita nel verbale dell’assemblea sociale dell’11 aprile 2011, si è chiarito il significato di queste disposizioni statutarie e la responsabilità degli amministratori nel caso di una loro violazione. In particolare si è stabilito che il requisito del “rilevante interesse nazionale”, che le società devono possedere per legittimare l’acquisizione da parte di Cdp s.p.a. di una partecipazione al capitale delle stesse, deve essere interpretato “in modo rigoroso”. Inoltre si è raccomandato che le operazioni deliberate dai competenti organi di Cdp s.p.a. “attengano a società che esercitino un’attività capace di generare utili, costituiscano un investimento prospettivamente idoneo a rivalutarsi nel tempo” e siano compiute nel rispetto delle disposizioni che presidono allo svolgimento dell’attività della Cassa “secondo criteri di corretta gestione e di redditività”. Si è poi ammonito gli organi della Cassa “a non deliberare operazioni relative a società che [...] si trovino in situazione di crisi economico o finanziaria, presentino criticità occupazionali o di mercato o che, in base a quanto conosciuto al momento della prospettazione dell’operazione, siano tali da determinare in capo alla società l’obbligo di sostenimento di oneri di ristrutturazione finanziaria, patrimoniale o occupazionale”. Inoltre si è evidenziato che spetta “agli amministratori di Cdp, nella loro piena responsabilità”, l’attenta valutazione in ordine alla ricorrenza dei requisiti previsti, nonché in ordine alla sussistenza di situazioni di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e di adeguate prospettive di redditività.

La suesposta disciplina statutaria e la suddetta dichiarazione congiunta hanno permesso di costruire un argine assai solido contro improprie ingerenze della politica nell’ambito di attività di una società privata, quale è Cassa Depositi e Prestiti, distinguendo nettamente tra le responsabilità della politica, nella persona di Governo, Parlamento, Ministero dell’economia e delle finanze, e la responsabilità degli amministratori della Cassa. Alla politica spetta determinare il perimetro di operatività dei nuovi strumenti di sostegno alle imprese (interesse generale, settori strategici e imprese sistemiche) ma non valutare il merito dei singoli investimenti. Agli amministratori della Cassa compete accertare, attraverso opportune *due diligence*, l’effettiva ricorrenza delle condizioni di sostenibilità economico-finanziaria e le adeguate prospettive di redditività dell’investimento. Sul punto si veda F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 444.

finanziario e che abbiano adeguate prospettive di redditività, cioè, in altri termini, “sane”, riflette nel suo contenuto la necessità di rispettare i vincoli europei e di non pregiudicare la sua natura di *market unit*: infatti, qualora Cdp s.p.a. investisse in società in crisi, da un lato, si porrebbe il problema di una possibile violazione della normativa comunitaria sul divieto di aiuti di Stato e, dall’altro, l’attenzione della Commissione europea si concentrerebbe sulla natura del rapporto tra Cassa Depositi e Prestiti e il Governo, con un’eventuale riclassificazione entro il comparto delle pubbliche amministrazioni della Cassa, intesa quale strumento della politica governativa, e con un conseguente riconsolidamento delle passività della Cassa nel debito pubblico<sup>121</sup>.

L’art. 5, comma 8-*bis*, del d.l. n. 269 del 2003, come inserito dall’art. 7 del d.l. n. 34 del 2011, demanda ad un decreto del Ministro dell’economia e delle finanze di natura non regolamentare la determinazione dei requisiti, anche quantitativi, delle società di rilevante interesse nazionale, in cui Cdp s.p.a. può assumere partecipazioni. In attuazione di tale norma il Ministro dell’economia e delle finanze ha adottato il decreto del 3 maggio 2011, successivamente abrogato dal d.m. del 2 luglio 2014. In quest’ultimo decreto si evidenzia la necessità, rispetto a quanto previsto dal decreto del 3 maggio 2011, di “*consentire investimenti in ulteriori ambiti fondamentali per l’economia italiana e di ampliare, quindi, il novero dei settori ritenuti di rilevante interesse nazionale, nonché di esplicitare la possibilità di investimenti anche indiretti da parte di Cdp*”.

L’art. 1, comma 1, del d.m. del 2 luglio 2014 stabilisce che, ai fini della qualificazione di cui all’art. 5, comma 8-*bis*, del d.l. n. 269 del 2003, sono di rilevante interesse nazionale le società di capitali operanti nei settori della difesa, della sicurezza, delle infrastrutture, dei trasporti, delle comunicazioni, dell’energia, delle assicurazioni e dell’intermediazione finanziaria, della ricerca e dell’innovazione ad alto contenuto tecnologico, dei pubblici servizi, turistico-alberghiero, dell’agroalimentare e della distribuzione, della gestione dei beni culturali e artistici.

Inoltre al comma 2 dell’art. 1 del citato decreto ministeriale si dispone che, al di fuori dei suesposti settori, sono di rilevante interesse nazionale le società che possiedono i seguenti requisiti cumulati: a) fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro; b) numero medio di dipendenti nel corso dell’ultimo esercizio non inferiore a 250. Al comma 3 si prevede poi che è possibile derogare al suddetto livello di fatturato o numero di dipendenti nei limiti del 20%, nel senso che essi possono rispettivamente abbassarsi a 240 milioni di euro e 200 dipendenti, a condizione che l’attività della società risulti rilevante in termini di indotto e di benefici per il sistema economico-produttivo del Paese, anche tenuto conto della presenza sul territorio di stabilimenti produttivi.

---

<sup>121</sup> Così F. BASSANINI, *Presentazione*, in M. DE CECCO – G. TONIOLO (a cura di), *Storia della Cassa depositi e prestiti. Un nuovo corso: la società per azioni*, Roma-Bari, 2014, V ss.

L'art. 1, comma 4, del d.m. del 2 luglio 2014 stabilisce che sono altresì di rilevante interesse nazionale le società che, seppur non costituite in Italia, operano nei summenzionati settori e dispongono di società controllate o stabili organizzazioni nel territorio nazionale, le quali possiedono nel territorio medesimo i seguenti requisiti cumulati: a) fatturato annuo netto non inferiore a 50 milioni di euro; b) numero medio di dipendenti nel corso dell'ultimo esercizio non inferiore a 250.

Al comma 5 del richiamato decreto si puntualizza che in ogni caso le società di rilevante interesse nazionale devono presentare significative prospettive di sviluppo e si sottolinea che la valutazione di tale requisito spetta ai competenti organi della società che delibera l'investimento, nella specie agli amministratori di Cdp s.p.a., unitamente alla verifica degli altri requisiti richiesti, e alla luce delle previsioni statutarie in merito alla situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico delle società in cui la Cassa, direttamente o indirettamente, assume partecipazioni, nonché alla presenza di adeguate prospettive di redditività.

In sostanza con il summenzionato d.m. del 2 luglio 2014 è stata definita in maniera puntuale la nozione di società di "rilevante interesse nazionale" in cui Cassa Depositi e Prestiti può assumere partecipazioni. Tale nozione è stata individuata in parte con riferimento a parametri sostanziali, mediante un elenco di settori di operatività considerati strategici, in parte con riferimento al possesso di requisiti dimensionali relativi all'entità del fatturato annuo e al numero medio di dipendenti, ferma restando la condizione che si tratti di società che abbiano significative prospettive di sviluppo.

L'art. 5, comma 8-*bis*, del d.l. n. 269 del 2003, come introdotto dall'art. 7 del d.l. n. 34 del 2011, prevede che le partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale possono essere acquisite anche attraverso veicoli societari o fondi di investimento partecipati da Cassa Depositi e Prestiti ed eventualmente da società private o controllate dallo Stato o enti pubblici<sup>122</sup>.

Il primo banco di prova dell'applicazione di tale norma è stata la costituzione nel 2011 del Fondo Strategico Italiano<sup>123</sup> (FSI), che è partecipato da Cdp s.p.a. e da Banca d'Italia<sup>124</sup> e possiede una dotazione

---

<sup>122</sup> Inoltre si dispone che, nel caso in cui le suddette partecipazioni siano acquisite mediante utilizzo di risorse provenienti dalla raccolta postale, le stesse sono contabilizzate nella gestione separata.

<sup>123</sup> In proposito si veda F. BASSANINI, *La nuova missione della Cassa Depositi e Prestiti (d.l. 31 marzo 2011, n. 34) e la definizione delle sue "regole di ingaggio": primi elementi di valutazione*, in *Astrid Rassegna*, n. 8/2011, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu).

<sup>124</sup> Nel 2012 la Banca d'Italia e il Fondo strategico italiano hanno stipulato un accordo che ha previsto l'ingresso della Banca Centrale nella compagine azionaria del fondo, con una quota stabile di minoranza, a fronte del conferimento della partecipazione detenuta in Assicurazioni Generali s.p.a., costituita dal 4,5% circa del capitale sociale. Attualmente la partecipazione è pari al 2,57 % a seguito della dismissione dell'1,91% del capitale sociale di Generali S.p.a. Tale disinvestimento è stato effettuato in data 8 luglio 2012 mediante una procedura di *accelerated booking building* a un prezzo di 15,70 euro per azione.

di capitale di 4,4 miliardi di euro, destinata a crescere fino a 7 miliardi di euro attraverso successivi potenziali aumenti di capitale<sup>125</sup>.

Il Fondo Strategico Italiano svolge attività imprenditoriale mediante l'impiego di capitale di rischio in società strategiche, che ne abbiano bisogno per crescere, investire, internazionalizzarsi, e agisce in qualità di investitore di lungo termine, adeguando il proprio orizzonte di investimento ai piani industriali e ai cicli economici delle aziende che esso finanzia. Inoltre, FSI incoraggia i partenariati e le forme di co-investimento con altri investitori italiani, tra cui i fondi sovrani. Pertanto il Fondo Strategico Italiano è volto a promuovere la crescita dimensionale delle imprese in cui investe, sostenendone il miglioramento dell'efficienza operativa, l'aggregazione con altre imprese del settore e la capacità di competere sui mercati internazionali. In sostanza, FSI persegue l'obiettivo di accompagnare la creazione di "grandi e medi campioni nazionali", di regola, senza lo scopo di assumerne direttamente la gestione industriale, ma al fine di svolgere una funzione di supporto al loro sviluppo, per poi cedere le quote o le azioni acquisite sul mercato<sup>126</sup>. Coerentemente con tale logica, il Fondo Strategico Italiano interviene preferibilmente mediante l'assunzione nel capitale delle società di rilevante interesse nazionale di partecipazioni di minoranza, che comportano l'acquisizione di poteri di *governance* limitati<sup>127</sup>.

### **6.2.1. Gli investimenti del Fondo Strategico Italiano ridenominato Cdp Equity s.p.a.**

Nel 2012 il Fondo Strategico Italiano ha acquisito una partecipazione del 46,2% in Reti Tlc-Metroweb, che possiede la più ampia rete di fibra ottica in Europa, investendo 200 milioni di euro per l'effettuazione di un aumento di capitale, che ha consentito alla società di avviare un piano di investimenti nella rete di nuova generazione in trenta città, e investendo altri 300 milioni di euro per il finanziamento dell'attuazione del suddetto piano nel settore della banda ultra larga.

Nel 2012 il Fondo ha acquisito il 18,7%<sup>128</sup> in Kedrion, il maggior operatore italiano e quinto operatore a livello mondiale nel settore dei plasmaderivati, farmaci sviluppati dalle proteine estratte dal plasma umano, utilizzati per la cura di numerose malattie. Grazie all'intervento del Fondo Strategico Italiano, Kedrion è riuscita a consolidare la propria posizione di mercato e a crescere a livello internazionale,

---

<sup>125</sup> Gli aumenti di capitale possono essere sottoscritti da autorità pubbliche, banche, assicurazioni e altri investitori istituzionali, sia nazionali che internazionali.

<sup>126</sup> Al riguardo si veda D. COLACCINO, *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 143.

<sup>127</sup> In linea con le disposizioni statutarie adottate da Cassa Depositi e Prestiti, il Fondo Strategico Italiano ha poi introdotto nel proprio statuto ulteriori requisiti per delimitare il proprio perimetro di investimento a imprese in stabile equilibrio economico-finanziario e con potenzialità di crescita, evitando così un possibile coinvolgimento in operazioni che riguardassero aziende non solide o in crisi.

<sup>128</sup> Oggi la partecipazione è salita al 25 per cento.



modificando la composizione del *mix* di ricavi e passando, quindi, da un 54,6% del totale dei ricavi nel 2010-2011, generato in Italia, a un 62% del totale dei ricavi nel 2012, generato all'estero.

Il Fondo ha poi acquisito una partecipazione tra il 2,6% e il 6% del capitale sociale nel Gruppo Hera, attivo in Italia e in Europa nella gestione di servizi ambientali, idrici ed energetici, compiendo un primo passo per la creazione di una serie di poli imprenditoriali nel settore delle *multiutility*<sup>129</sup>.

Nel 2013 il Fondo Strategico Italiano ha acquisito una partecipazione del 42% in Sia, società leader europeo nella progettazione, realizzazione e gestione di infrastrutture e servizi tecnologici, destinati alle istituzioni finanziarie, banche centrali, pubbliche amministrazioni e imprese nelle aree dei pagamenti, della monetica, dei servizi di rete e dei mercati dei capitali. L'investimento ha perseguito l'obiettivo di accelerare la penetrazione della monetica, di accrescere il supporto alla gestione del debito pubblico italiano attraverso la *partnership* con Monte Titoli e Borsa italiana, di favorire la digitalizzazione della pubblica amministrazione e di rafforzare ulteriormente il posizionamento competitivo di Sia, favorendone la crescita sia organica che per aggregazioni<sup>130</sup>.

Nel 2013 il Fondo Strategico Italiano ha acquisito da Finmeccanica una partecipazione dell'85% di Ansaldo Energia e si è impegnato ad acquistare la rimanente quota del 15% del capitale della società<sup>131</sup>. L'investimento del Fondo<sup>132</sup> ha perseguito la finalità di sviluppare, anche in collaborazione con altri operatori, nuovi mercati e nuovi prodotti strategici<sup>133</sup>.

Il Fondo Strategico Italiano ha poi acquisito una partecipazione del 49,5% in Valvitalia, società produttrice a livello mondiale di componenti per il controllo dei flussi (valvole di sicurezza e di controllo) per i settori dell'*oil&gas*, della generazione elettrica, della desalinizzazione e della cantieristica navale. Tale investimento è volto a garantire la continuità azionaria dell'imprenditore fondatore e ad accelerare la crescita aziendale, attraverso acquisizioni di produttori di nicchia finalizzate all'espansione del portafoglio dei prodotti.

---

<sup>129</sup> La dismissione della partecipazione dello 0,382% è stata completata nel maggio 2014.

<sup>130</sup> In data 28 maggio 2014 il FSI ha perfezionato l'investimento per un importo pari a 242 milioni di euro con una partecipazione del 49,9%, attualmente detenuta indirettamente attraverso FSI Investimenti s.r.l., società interamente controllata da FSI.

<sup>131</sup> Ansaldo Energia è un produttore di macchinari per l'energia, fornitore di centrali termiche a gas e di servizi per la manutenzione degli impianti. La società rappresenta un'eccellenza italiana con circa 3.400 dipendenti (di cui circa 3.000 in Italia) e nel 2012 ha generato ricavi per circa 1.300 milioni di euro.

<sup>132</sup> Attualmente la partecipazione di FSI è pari al 44,84% a seguito della cessione del 40% a Shanghai Electric Corporation (Sec), leader mondiale nella produzione di macchinari per la generazione di energia e attrezzature meccaniche. La vendita, annunciata in data 8 maggio 2014, è stata perfezionata solo dopo il rilascio delle autorizzazioni dalle istituzioni governative e *antitrust* internazionali.

<sup>133</sup> Come la nuova turbina di classe post F.



Il Fondo strategico italiano si è rivelato uno strumento in grado di attrarre capitali stranieri utili per l'effettuazione di investimenti intesi a potenziare il sistema produttivo e industriale del Paese. Nel 2012 il Fondo ha stipulato un accordo con il Fondo sovrano Qatar holding Llc (Qh), mediante il quale ha creato una *joint venture* denominata "IQ Made in Italy Investment Company s.p.a.", dotata di un capitale totale massimo fino a 2 miliardi di euro e avente l'obiettivo di investire prevalentemente nei settori del Made in Italy<sup>134</sup>. Nel 2013 il Fondo ha concluso un accordo con il Russian Direct Investment Fund (Rdif) per la realizzazione di una piattaforma di investimento di importo complessivo di un miliardo di euro, che è destinata a operare principalmente nei settori alimentare, dell'ingegneria dei macchinari e della tecnologia, per la promozione della cooperazione economica tra Italia e Russia e della crescita delle economie dei rispettivi Paesi.

Nel 2014 il Fondo strategico italiano ha poi sottoscritto un accordo con il Fondo sovrano Kuwait Investment Authority (Kia) per la costituzione di una nuova società di investimento FSI Investimenti s.p.a., società che dispone di risorse complessive pari a 2,185 miliardi di euro, detenuta per circa il 77% da FSI e per circa il 23% da Kia.

Nel 2014 il Fondo Strategico Italiano ha deliberato il suo ingresso, con una partecipazione di minoranza, nel capitale sociale di Trevi Finanziaria Industriale s.p.a., società con azioni quotate sul Mercato Azionario Telematico (MTA) di Borsa italiana, attiva nel settore dell'ingegneria e della meccanica per le costruzioni e l'energia.

Nel medesimo anno il Fondo Strategico Italiano e il Gruppo Rocco Forte Hotels hanno poi sottoscritto un accordo di investimento che prevede l'ingresso del Fondo nel capitale del Gruppo alberghiero con sede a Londra<sup>135</sup>, al fine di promuovere la costituzione di una società di gestione alberghiera specializzata nel segmento degli hotel di lusso, operante a livello globale e con una significativa presenza in Italia.

In data 28 ottobre 2015 il Fondo Strategico Italiano ha concluso un accordo con Eni s.p.a. in virtù del quale ha acquisito il 12,5% del capitale di Saipem s.p.a. (Società Anonima Italiana Perforazioni E Montaggi), costituita nel [1956](#) e operante nel settore della prestazione di servizi per il settore petrolifero<sup>136</sup>.

---

<sup>134</sup> Nel 2014 la *joint venture*, costituita tra FSI e Qatar Holding, e Cremonini s.p.a. hanno sottoscritto un accordo di investimento che prevede l'ingresso di IQ Made in Italy nel capitale di Inalca s.p.a., società detenuta ad oggi al 100% da Cremonini s.p.a. L'investimento di IQ Made in Italy è pari complessivamente a 165 milioni di euro ed è stato realizzato attraverso un aumento di capitale in Inalca per 115 milioni di euro e, per la parte residua di 50 milioni di euro, attraverso l'acquisto di azioni delle società possedute da Cremonini s.p.a. All'esito dell'operazione, Cremonini s.p.a. è giunta a detenere il 71,6% di Inalca e IQ Made in Italy ha ottenuto il restante 28,4%.

<sup>135</sup> Con una quota del 23%.

<sup>136</sup> L'azienda è specializzata nella realizzazione di [infrastrutture](#) riguardanti la ricerca di [giacimenti](#) di [idrocarburi](#), la perforazione e la messa in produzione di pozzi petroliferi, la costruzione di [oleodotti](#) e [gasdotti](#).



In data 31 marzo 2016 il Fondo Strategico Italiano s.p.a. ha mutato la sua denominazione in Cdp Equity s.p.a. Inoltre è stata costituita FSI Sgr s.p.a., società avente l'obiettivo di effettuare investimenti in capitale di rischio per supportare i piani di crescita di aziende medio-grandi e con significative prospettive di sviluppo.

In data 5 agosto 2016 la Banca d'Italia ha esercitato il diritto di recesso dal capitale di Cdp Equity s.p.a. per la quota rappresentata dalle azioni privilegiate, pari al 13% del capitale della società, e per la quota rappresentata dalle azioni ordinarie, pari al 7% e, quindi, ha deliberato la completa uscita dal capitale della società a cui essa partecipava con una quota del 20%.

In dottrina si è osservato che, mediante gli investimenti del Fondo Strategico Italiano, Cassa Depositi e Prestiti ha esercitato una “*funzione attiva di politica economica industriale*”<sup>137</sup>, volta a sostenere il sistema imprenditoriale nazionale e lo sviluppo economico del Paese che, affiancata all'azione di sostegno alle opere pubbliche e alle infrastrutture, costituisce un'importante eccezione in un'epoca in cui l'intervento diretto dello Stato nell'economia tende ad affievolirsi<sup>138</sup>.

La significatività dell'attività della Cassa, svolta attraverso il Fondo Strategico Italiano, si evince dai seguenti dati: nell'anno 2013 Cdp s.p.a. ha impiegato 2,5 miliardi di euro per gli interventi a sostegno dell'economia attraverso il FSI, a fronte di interventi a favore degli enti pubblici per circa 6 miliardi di euro<sup>139</sup>. Nel medesimo anno il valore complessivo delle partecipazioni societarie è aumentato del 4,96% rispetto all'anno precedente<sup>140</sup>.

Tramite le acquisizioni del Fondo Strategico Italiano, Cassa Depositi e Prestiti ha potenziato la propria struttura di *holding* di partecipazioni azionarie: tuttavia, il coinvolgimento della Cassa nelle società di rilevante interesse nazionale non ha natura meramente patrimoniale, ma è connotato da una funzione propulsiva, finalizzata all'attuazione di scelte di politica economica orientate alla creazione di nuovi posti

<sup>137</sup> M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione*, cit., p. 124.

<sup>138</sup> Lo Stato interviene in maniera diretta nell'economia anche attraverso le garanzie rilasciate da Cassa Depositi e Prestiti. Si tratta di un frammento di Stato imprenditore. Sul punto si veda l'intervento di G. MORBIDELLI, in F. RUSSOLILLO (a cura di), *Fra Stato e Mercato*, Fondazione Cesifin Alberto Predieri, 2017, pp. 22-23, disponibile su [www.cesifin.it](http://www.cesifin.it); S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, cit., p. 272.

<sup>139</sup> Corte dei conti, *Determinazione e relazione della Sezione del controllo sugli enti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.A. per l'esercizio 2013*, determinazione n. 4/2015 del 28 gennaio 2015, p. 101.

<sup>140</sup> Corte dei Conti, *Determinazione e relazione della Sezione del controllo sugli enti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.A. per l'esercizio 2013*, determinazione n. 4/2015 del 28 gennaio 2015, p. 48.



di lavori<sup>141</sup>. La stessa Cdp s.p.a. ha rilevato che *“la tutela degli interessi e delle imprese nazionali è garantita attraverso il mantenimento di un controllo attivo sulla governance delle società”*, partecipate da FSI<sup>142</sup>.

Come evidenziato da Cassa Depositi e Prestiti, alcune acquisizioni del Fondo Strategico Italiano, quali l'investimento in Metroweb Italia s.p.a. e in Sia s.p.a., hanno *“lo scopo di dotare il Paese di infrastrutture tecnologiche (materiali e immateriali) che possano creare le migliori condizioni per la crescita dell'attività economica e finanziaria”*<sup>143</sup>. Con riguardo agli investimenti in Ansaldo Energia s.p.a., in Valvitalia s.p.a. e in Rocco Forte Hotel p.l.c., si è affermato che *“l'intervento di FSI ha natura prevalentemente industriale ed è focalizzata su obiettivi di potenziamento della filiera produttiva, con ricadute importanti in termini di fatturato e occupazione indotta”*<sup>144</sup>. I posti di lavoro complessivamente interessati dall'attività del Fondo Strategico Italiano nei primi anni di operatività sono stati oltre 36.000<sup>145</sup>. Cdp s.p.a. ha ritenuto di fondamentale interesse la questione dell'indotto occupazionale in sede di valutazione delle strategie di investimento del Fondo e delle sue possibili linee di sviluppo<sup>146</sup>.

In definitiva, grazie agli investimenti del Fondo Strategico Italiano, è stato assegnato a Cassa Depositi e Prestiti un ruolo ulteriore rispetto a quello di gestione delle partecipazioni in società, già di proprietà statale e operanti nel settore dei servizi pubblici su reti in condizioni di monopolio naturale. La Cassa si è trasformata in uno strumento di acquisizione programmatica da parte dello Stato di vere e proprie partecipazioni imprenditoriali<sup>147</sup>.

Si è così affiancato al modello di intervento nell'economia tradizionalmente seguito dalla Cassa, quello cioè di “banca di sviluppo” che finanzia iniziative di rilevanza pubblica con un orizzonte di lungo periodo, un nuovo modello di politica industriale più diretto e immediato, che vede la Cassa assumere il ruolo di investitore partecipante al capitale delle imprese *“supportandone le strategie (ma anche rendendo più difficile una loro scalata da parte di operatori esteri)”*<sup>148</sup>.

---

<sup>141</sup> 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*, cit., p. 383.

<sup>142</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Crescere per competere. Il caso del Fondo strategico italiano*, in *Cassa depositi e prestiti, Quaderni*, 2015, n. 1, p. 25.

<sup>143</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Crescere per competere. Il caso del Fondo strategico italiano*, in *Cassa depositi e prestiti, Quaderni*, 2015, n. 1, p. 32.

<sup>144</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Crescere per competere. Il caso del Fondo strategico italiano*, in *Cassa depositi e prestiti, Quaderni*, 2015, n. 1, p. 32.

<sup>145</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Crescere per competere. Il caso del Fondo strategico italiano*, in *Cassa depositi e prestiti, Quaderni*, 2015, n. 1, p. 44.

<sup>146</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Crescere per competere. Il caso del Fondo strategico italiano*, in *Cassa depositi e prestiti, Quaderni*, 2015, n. 1, p. 39.

<sup>147</sup> R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit., p. 239.

<sup>148</sup> A. NINNI, *La Cassa Depositi e Prestiti: il ritorno dello Stato-Guida (e oltre) in politica industriale*, cit., p. 145.

### 6.3. Le partecipazioni strumentali alla promozione dello sviluppo e al sostegno dell'economia

L'assunzione di nuove partecipazioni da parte di Cdp s.p.a. è regolata dall'art. 3, comma 4-*bis*, del d.l. n. 5 del 2009, convertito con modificazioni dalla l. n. 33 del 2009 e innovato dall'art. 2, comma 235, della l. n. 191 del 2009, che ha attribuito alla Cassa la facoltà di acquisire e dismettere capitale di rischio e sottoscrivere quote di fondi di investimento a favore di operazioni a sostegno dell'economia.

In particolare tale disposizione stabilisce che le operazioni di interesse pubblico previste dallo statuto di Cdp s.p.a., effettuate nei confronti di Stato, Regioni, enti locali, enti pubblici e organismi di diritto pubblico, o promosse dai medesimi soggetti, ovvero le operazioni nei settori di interesse generale effettuate nei confronti di privati<sup>149</sup>, possono assumere qualsiasi forma, quale quella della concessione di finanziamenti, di rilascio di garanzie, dell'assunzione di capitale di rischio o di debito, e possono essere realizzate anche a favore delle piccole e medie imprese per finalità di sostegno all'economia. Inoltre, si prevede che le suddette operazioni possono essere effettuate in via diretta ovvero attraverso l'intermediazione di soggetti autorizzati all'esercizio del credito, ad eccezione delle operazioni a favore delle piccole e medie imprese che possono essere effettuate esclusivamente attraverso l'intermediazione di soggetti autorizzati all'esercizio del credito, nonché attraverso la sottoscrizione di fondi comuni di investimento gestiti da una società di gestione collettiva del risparmio, di cui all'art. 33 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (t.u.f. – d.lgs. n. 58 del 2008), che, per oggetto sociale, realizza uno o più fini istituzionali di Cdp s.p.a.

In conformità al citato art. 3, comma 4 *bis*, del d.l. n. 5 del 2009, così come successivamente emendato e integrato<sup>150</sup>, Cassa Depositi e Prestiti ha adottato alcune modifiche dello statuto allo scopo di disciplinare le operazioni di acquisizione e dismissione del capitale di rischio, nonché di sottoscrizione di quote di fondi di investimento a favore di piccole e medie imprese per finalità di sostegno all'economia. In virtù di tali modifiche statutarie Cdp s.p.a. ha partecipato, insieme al Ministero dell'economia e delle finanze, all'Associazione bancaria italiana (Abi), a Confindustria e ad alcune banche, all'istituzione in data 18 marzo 2010 del Fondo Italiano d'Investimento Sgr s.p.a., che è una società di gestione del risparmio per la costituzione di fondi mobiliari chiusi destinati al sostegno, diretto e indiretto, delle piccole e medie

<sup>149</sup> Si tratta delle operazioni di cui all'art. 5, comma 7, lett. a), secondo periodo, del d.l. n. 269 del 2003.

<sup>150</sup> Con la suddetta norma si è autorizzato lo Stato a sottoscrivere, per l'anno 2010, fino a 500.000 euro di quote di società di gestione del risparmio finalizzate a gestire fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso, riservati a investitori qualificati che perseguano tra i loro obiettivi quelli del rafforzamento patrimoniale e dell'aggregazione delle imprese di minori dimensioni.



imprese. In particolare il Fondo Italiano di Investimento (FII) si qualifica come un fondo di fondi<sup>151</sup> di *private equity* volto a promuovere, attraverso l'apporto di capitale di rischio, la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese, con l'obiettivo di creare nel medio termine una fascia più ampia di "medi campioni nazionali", tramite investimenti nel capitale di società di piccole dimensioni operanti nei settori dell'industria, del commercio e dei servizi.

Inoltre, Cassa Depositi e Prestiti ha partecipato all'istituzione in data 23 gennaio del 2007 di F2i-Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR s.p.a., che ha ad oggetto la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio mediante fondi comuni di investimento mobiliari chiusi nel settore delle infrastrutture. Il Fondo, che annovera tra gli investitori ad esso aderenti le principali banche italiane e istituzioni finanziarie nazionali e internazionali<sup>152</sup>, ha acquisito nel corso della sua attività un ampio portafoglio di partecipazioni in vari comparti produttivi, quali energia, autostrade, aeroporti, telecomunicazioni.

Il Fondo Italiano di Investimento e i Fondi Italiani per le Infrastrutture, pur non configurando rapporti di controllo o collegamento con Cdp s.p.a. e permanendo, quindi, nella classe delle attività finanziarie disponibili per la vendita ai fini del bilancio individuale della società, rappresentano strumenti di investimento finalizzati a obiettivi di politica industriale, quali l'incentivazione di processi di aggregazione tra le piccole e medie imprese tesi a renderle più competitive sui mercati internazionali, nel caso di FII, e la promozione della realizzazione di infrastrutture funzionali alla crescita economica del Paese, nel caso di F2i.

L'art. 23-*bis* del d.l. n. 95 del 2012, convertito con modificazioni dalla l. n. 135 del 2012, ha previsto l'attribuzione a Cassa Depositi e Prestiti di un diritto di opzione per l'acquisto delle partecipazioni

---

<sup>151</sup> I fondi di fondi sono una categoria di [fondi comuni di investimento](#) che, piuttosto che investire il [denaro](#) raccolto con le operazioni di collocamento in attività finanziarie primarie, investono in altri fondi comuni di investimento, ossia in attività finanziarie secondarie. Il vantaggio dei fondi di fondi consiste nell'ampia diversificazione del rischio dell'investimento, in quanto essi sono in grado di articolare le operazioni, oltre che su settori economici diversi, su [merci](#) diverse e su valute diverse, nonché su gestori diversi.

<sup>152</sup> Cdp s.p.a. è azionista di F2i insieme a Intesa SanPaolo, Unicredit, Fondazione Cariplo e al fondo di *private equity* francese Ardian.

azionarie detenute dallo Stato in Sace s.p.a.<sup>153</sup>, Simest s.p.a.<sup>154</sup> e Fintecna s.p.a.<sup>155</sup>. È così proseguito il trasferimento a Cdp s.p.a. di partecipazioni societarie di proprietà dello Stato in grandi imprese strategiche. I tempi dell'operazione di acquisizione delle tre società e un corrispettivo provvisorio sono stati fissati dal suindicato d.l. n. 95 del 2012, in cui si dispone che il valore definitivo di trasferimento, pur dovendo essere “ritenuto congruo” da Cassa Depositi e Prestiti, sia comunque determinato con un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze. Inoltre si è stabilito che i corrispettivi, provvisorio e definitivo, derivanti dalla cessione delle suddette partecipazioni siano versati al bilancio dello Stato per essere riassegnati al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato o destinati al pagamento dei debiti dello Stato.

La circostanza di aver disciplinato nel provvedimento sulla *spending review* l'acquisizione da parte di Cassa Depositi e Prestiti delle partecipazioni azionarie, possedute dallo Stato in Fintecna, Sace e Simest, ne ha di fatto accentuato la rilevanza sul piano degli effetti sulla finanza pubblica. Tuttavia appare riduttivo circoscrivere la valenza di tale operazione ad una mera valutazione finanziaria, dato che essa è orientata verso un nuovo e più efficace disegno di politica industriale. Infatti, il trasferimento a Cdp s.p.a. delle partecipazioni societarie statali in Sace s.p.a., Simest s.p.a. e Fintecna s.p.a. mira, da un lato, a rafforzare la capacità di supporto finanziario alle imprese, in particolare nella loro attività di internazionalizzazione e, dall'altro, a migliorare il processo di valorizzazione e dismissione del patrimonio immobiliare pubblico<sup>156</sup>.

Al riguardo giova rilevare che l'operazione in parola persegue l'obiettivo di liberare risorse da impiegare nella riduzione del debito pubblico e nel rilancio della crescita economica<sup>157</sup> e che il diritto di opzione

---

<sup>153</sup> Sace s.p.a. è nata nel 1977 come sezione dell'Istituto Nazionale Assicurazioni (INA) ed è attiva nei settori dell'*export credit*, dell'assicurazione del credito, della protezione degli investimenti, della garanzia finanziaria delle cauzioni e del *factoring*.

<sup>154</sup> Simest s.p.a. è stata istituita dalla l. n. 100 del 1990 e opera nel settore della promozione e del sostegno delle attività delle imprese italiane all'estero. Per effetto del d.l. n. 179 del 2012, convertito con modificazioni dalla l. n. 221 del 2012, l'attività di Simest s.p.a. è stata estesa alla partecipazione in società commerciali, anche con sede in Italia, specializzate nella valorizzazione e commercializzazione dei prodotti italiani all'estero.

Cdp s.p.a. possiede la maggioranza azionaria in Simest s.p.a., poiché detiene una partecipazione del 76%, mentre quote minoritarie sono di titolarità di importanti banche e del sistema imprenditoriale.

<sup>155</sup> Fintecna s.p.a. è una *holding* pubblica, istituita nel 1993 durante il piano di ristrutturazione dei settori delle costruzioni, dell'ingegneria civile e dell'impiantistica e all'epoca facente parte del gruppo Iri, che ha ad oggetto l'assunzione, la gestione e la cessione di partecipazioni in società o enti nel settore industriale, immobiliare e dei servizi. In particolare essa opera nel settore della cantieristica navale, con la società controllante Fincantieri S.p.a., e nell'ambito dell'attività di valorizzazione e dismissione di immobili pubblici, attraverso Fintecna immobiliare (ora Cdp Immobiliare), a cui è stata affidata la gestione delle aree industriali dismesse dalle società del gruppo Fintecna.

<sup>156</sup> D. COLACCINO, *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni societarie dello Stato*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2012, n. 12, p. 1192.

<sup>157</sup> D. COLACCINO, *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni societarie dello Stato*, cit., p. 1192.

sulle azioni è attribuito a Cassa Depositi e Prestiti ai fini della razionalizzazione e del riassetto industriale nell'ambito delle partecipazioni detenute dallo Stato. Traspare quindi la volontà del legislatore di inquadrare l'operazione nell'ambito di logiche proprie di mercato ed emerge la vocazione ampia dell'iniziativa, il cui orizzonte non può essere circoscritto al bisogno contingente di “fare cassa”<sup>158</sup>.

Sebbene le partecipazioni societarie siano state cedute più o meno unilateralmente allo Stato, il ruolo svolto da Cassa Depositi e Prestiti non si limita a quello di fungere da “contenitore” delle quote azionarie<sup>159</sup>. In proposito la Corte dei conti ha evidenziato che Cdp s.p.a. esercita nei confronti di Fintecna s.p.a.<sup>160</sup> e Sace s.p.a. un'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 del codice civile<sup>161</sup>.

Con riguardo all'acquisizione di partecipazioni strumentali alla promozione dello sviluppo del Paese Cassa Depositi e Prestiti agisce su tre versanti: 1) il finanziamento delle infrastrutture; 2) la valorizzazione degli immobili e il *social housing*; 3) il sostegno all'economia.

In ordine al finanziamento delle infrastrutture, la Cassa interviene tramite il Fondo Italiano per le Infrastrutture (F2i) che investe prevalentemente in *brownfield* nelle filiere della distribuzione del gas, del settore aeroportuale, dell'acqua, delle reti di telecomunicazione a banda larga, della produzione di energia da fonti rinnovabili e del trasporto autostradale. Inoltre la Cassa investe in Europa tramite il Fondo Marguerite, che ha come obiettivo l'investimento, di tipo *equity o quasi equity*, in imprese che possiedono o gestiscono infrastrutture nei settori del trasporto e dell'energia, soprattutto nel settore dell'energia rinnovabile. Nell'ambito dell'Unione per il Mediterraneo, la Cassa interviene nei Paesi della sponda Sud del Mediterraneo attraverso il Fondo Inframed che si concentra su investimenti diversificati a lungo termine in infrastrutture nei settori dei trasporti, dell'energia e delle aree urbane.

In ordine alla valorizzazione degli immobili, Cassa Depositi e Prestiti interviene tramite il Fondo investimenti per la valorizzazione (Fiv) e Cdp Immobiliare s.r.l. Inoltre essa opera nel settore del turismo attraverso il Fondo Italiano Turismo (Fit) e, con riguardo al *social housing*, tramite il Fondo investimenti per l'abitare (Fia)<sup>162</sup>. La politica di investimento del Fondo Fiv consiste nell'acquisto, principalmente

---

<sup>158</sup> D. COLACCINO, *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni societarie dello Stato*, cit., p. 1191.

<sup>159</sup> 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*, cit., p. 379.

<sup>160</sup> Nel portafoglio azionario di Cassa Depositi e Prestiti, tramite la società controllata Fintecna, è presente anche Fincantieri s.p.a. che nel 2014, in un'ottica di crescita e valorizzazione, è stata quotata in borsa.

<sup>161</sup> Corte dei conti, *Determinazione e relazione della Sezione del controllo sugli enti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.A. per gli esercizi 2011-2012*, determinazione n. 39/2014 del 16 maggio 2014, p. 37.

<sup>162</sup> La prima iniziativa di *social housing* è stata realizzata nel 2006 con l'istituzione del fondo Abitare Sociale I, che ha previsto un impegno dei sottoscrittori fino a un ammontare di 85 milioni di euro, di cui 20 conferiti da Cassa Depositi e Prestiti, che è il maggiore investitore. Gli altri sottoscrittori sono due banche milanesi, una fondazione

mediante la partecipazione ad aste o altre procedure competitive, di beni immobili prevalentemente a destinazione d'uso pubblico, terziario, commerciale, alberghiero e residenziale, di proprietà di enti pubblici e/o di società da essi controllate anche indirettamente, e aventi un potenziale di valore inespresso legato al cambio della destinazione di uso, alla riqualificazione e alla messa a reddito. Cdp Immobiliare s.r.l., interamente partecipata da [Cdp s.p.a.](#), è attiva nella valorizzazione del patrimonio immobiliare di proprietà e di provenienza pubblica attraverso operazioni di sviluppo e di riqualificazione urbanistica. Il fondo Fit mira a favorire anche in Italia la realizzazione di un processo di separazione della proprietà immobiliare dalla gestione alberghiera, riproducendo un modello già adottato con successo in altri Paesi con vocazione turistica.

Il Fia è un fondo immobiliare riservato a investitori qualificati, promosso e gestito da Cdp Sgr, costituita nel 2009 insieme all'ABI e all'Associazione di fondazioni e di casse di risparmio (ACRI), che opera nel settore dell'edilizia privata sociale e persegue l'obiettivo di accrescere sul territorio italiano l'offerta di alloggi sociali, da locare a canoni calmierati e/o vendere a prezzi convenzionati a nuclei familiari "socialmente sensibili", in conformità a quanto previsto dal d.m. del 22 aprile 2008.

Nel Piano industriale per gli anni 2013-2015 si rileva che Cdp s.p.a. "*continuerà ad esercitare il ruolo a supporto dell'economia focalizzandosi sui 'motori sani' dello sviluppo mobilitando risorse fino a circa 90 miliardi di euro*". Con riguardo al sostegno alla crescita e alla competitività, Cassa Depositi e Prestiti interviene tramite il Fondo Strategico Italiano (FSI), il Fondo Italiano di Investimento (FII) e il Fondo europeo per l'efficienza energetica (European Energy Efficiency Fund - EEEF). Inoltre essa detiene una partecipazione nel Fondo Europeo per gli Investimenti.

Nel 2014 Cdp s.p.a. ha deliberato di sottoscrivere un impegno di investimento massimo di 350 milioni di euro in due fondi promossi e gestiti da FII: 1) il Fondo *minibond* con l'obiettivo di promuovere l'avvio, mediante un processo selettivo, dei c.d. "fondi *minibond*" e perseguire l'effetto leva di moltiplicazione delle risorse impiegate a supporto delle piccole e medie imprese italiane; 2) il Fondo *venture capital* con lo scopo di contribuire attivamente alla nascita e allo sviluppo delle *start-up* innovative in Italia.

Il Fondo europeo per l'efficienza energetica è un fondo di investimento la cui creazione è stata promossa dalla Banca europea per gli investimenti e dalla Commissione europea al fine di sviluppare progetti di efficientamento energetico e realizzare interventi per la lotta ai cambiamenti climatici.

Con particolare riferimento al sostegno all'*export* Cdp s.p.a. interviene tramite Sace s.p.a. e Simest s.p.a. Al riguardo va rilevato che l'art. 8 del d.l. n. n. 78 del 2009, convertito con modificazioni dalla l. n. 102

---

bancaria milanese, la Regione Lombardia, una cassa previdenziale, un'assicurazione, un'immobiliare e una *utility*. Sul punto si veda E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, cit., p. 283.

del 2009, ha attribuito al Ministro dell'economia e delle finanze il compito di autorizzare e disciplinare con propri decreti le attività di Cassa Depositi e Prestiti al servizio di Sace s.p.a. per creare a condizioni di mercato un sistema integrato di "Export Banca". Inoltre si è prevista a tale scopo l'inclusione tra le operazioni di interesse pubblico, che possono essere attivate da Cdp s.p.a. con l'utilizzo dei fondi relativi alla gestione separata, anche delle operazioni volte al sostegno dell'internazionalizzazione delle imprese, a condizione che le stesse siano assistite da garanzia o assicurazione di Sace s.p.a.<sup>163</sup>.

In attuazione della suindicata norma è stato adottato il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 22 gennaio 2010 recante "Autorizzazione alla Cassa Depositi e Prestiti S.p.a. a fornire, alle banche italiane e alle succursali di banche estere comunitarie ed extracomunitarie operanti in Italia, la provvista per effettuare operazioni di finanziamento a sostegno dell'internazionalizzazione delle imprese".

In sostanza, mediante il sistema Export Banca<sup>164</sup>, è possibile finanziarie operazioni di internazionalizzazione realizzate da imprese italiane, facendo ricorso alla provvista messa a disposizione da Cdp s.p.a. e alla garanzia rilasciata da Sace s.p.a.

Inoltre, Cassa Depositi e Prestiti si è avvalsa dello strumento "Plafond PMI", che consiste in una forma di provvista per il sostegno degli investimenti a medio termine delle piccole medie imprese, attivata attraverso il canale bancario. Nel 2015 la Cassa ha poi avviato la c.d. "Piattaforma Impresa" con l'adozione di quattro nuovi fondi rivolti alle PMI, alle "MID-CAP"<sup>165</sup>, all'export e alle reti di imprese.

Giova da ultimo segnalare che l'art. 1, comma 826, della l. n. 208 del 2015 (Legge di stabilità 2016) ha riconosciuto a Cassa Depositi e Prestiti la qualifica di Istituto nazionale di promozione (Inp)<sup>166</sup>, come definito dall'art. 2, n. 3, del regolamento UE n. 2015/1017<sup>167</sup>, che disciplina il Fondo europeo per gli investimenti strategici (Feis) e che attribuisce questa qualifica agli organismi che ricevono da uno Stato membro dell'Unione europea un mandato per svolgere attività di sviluppo o di promozione.

---

<sup>163</sup> Inoltre si è disposto che con i medesimi decreti ministeriali sono stabiliti modalità e criteri al fine di consentire le operazioni di assicurazione del credito per le esportazioni da parte di Sace s.p.a. anche in favore delle piccole e medie imprese nazionali.

<sup>164</sup> In data 3 luglio 2013 ABI, Cdp s.p.a., Sace s.p.a. e Simest s.p.a. hanno sottoscritto la nuova Convenzione Export Banca, che sostituisce quella precedentemente sottoscritta in data 6 aprile 2011 e prorogata in data 11 aprile 2012, di cui alla Circolare ABI Serie tecnica n. 16 del 13 maggio 2011. La nuova convenzione, che è entrata in vigore il 30 ottobre 2013, mira a ottimizzare l'operatività del sistema Export Banca.

<sup>165</sup> Si definiscono tali le imprese con un numero di dipendenti tra 250 e 3000 unità.

<sup>166</sup> Al riguardo si veda M. COLOMBO – S. SCREPANTI, *Il ruolo di CDP come Istituto Nazionale di Promozione. Fondi SIE e risorse del Piano Juncker: potenzialità e sinergie anche per gli investimenti locali*, in Ifel Fondazione Anci, Istituto per la Finanza e l'Economia Locale, *Strumenti finanziari per gli investimenti pubblici nella Politica di coesione 2014-2020*, Roma, 2016, pp. 237-247.

<sup>167</sup> In conformità a quanto previsto nella comunicazione (COM(2015) 361 final) della Commissione europea del 22 luglio 2015.

Inoltre si è prevista la possibilità per la Cassa di impiegare le risorse della gestione separata per contribuire a realizzare gli obiettivi del Fondo europeo per gli investimenti strategici mediante il finanziamento di piattaforme di investimento e di singoli progetti, nel rispetto della disciplina dell'Unione europea sugli aiuti di Stato.

In qualità di Istituto nazionale di promozione Cassa Depositi e Prestiti esercita dunque un ruolo chiave nell'attuazione del Piano Juncker attraverso:

- la strutturazione di piattaforme di investimento che sono state individuate come forme di cooperazione tra il Gruppo BEI (Banca Europea per gli investimenti) e gli Istituti Nazionali di Promozione sia a livello nazionale sia a livello europeo;
- lo sviluppo di una struttura di *credit enhancement* mediante la costituzione di un apposito Fondo di garanzia presso il Ministero dell'economia e delle finanze volto a consentire a Cdp s.p.a. l'utilizzo delle risorse della gestione separata, secondo un meccanismo che riproduce a livello nazionale lo schema di funzionamento del Fondo europeo per gli investimenti strategici, che è deputato a garantire l'operatività del Gruppo BEI in operazioni più rischiose rispetto a quelle effettuate in condizioni normali.

#### **6.4 L'acquisizione di partecipazioni nella Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese**

L'art. 15 del d.l. n. 133 del 2014, convertito con modificazioni dalla l. n. 164 del 2014 - come innovato dall'art. 7 del d.l. n. 3 del 2015, convertito, con modificazioni, dall'art. 1, comma 1, della l. n. 33 del 2015 - stabilisce che il Governo promuove la sottoscrizione del capitale di una nuova società per azioni, denominata "Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese"<sup>168</sup>. Essa ha l'obiettivo di intraprendere iniziative per il rilancio di imprese con sede in Italia che, pur essendo interessate da "*temporanei squilibri patrimoniali o finanziari*" e necessitando di una "*ridefinizione della struttura finanziaria o di adeguata patrimonializzazione o comunque di interventi di ristrutturazione*", siano "*caratterizzate da adeguate prospettive industriali e di mercato*"<sup>169</sup>.

<sup>168</sup> La società per azioni per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese in temporanea difficoltà ha sostituito di fatto il Fondo di servizio per la patrimonializzazione delle imprese, previsto dall'art. 15 del d.l. n. 133 del 2014, convertito con modificazioni dalla l. n. 164 del 2014. In origine il progetto della costituzione di una società per il risanamento di aziende strategiche in crisi, partecipata da capitali privati, era denominato piano "Guerra" dal nome del suo promotore.

<sup>169</sup> Già lo studio professionale Vitale e Associati aveva registrato l'interesse di importanti investitori (grandi banche, fondi di investimento, investitori istituzionali) ad apportare capitali in strumenti di ristrutturazione industriale e aveva preso in carico la richiesta avanzata dai privati di avere un *partner* pubblico o almeno partecipato dallo Stato, con una dichiarata preferenza per Cassa Depositi e Prestiti. A sostegno di tale ipotesi si argomentava che uno strumento di ristrutturazione avrebbe potuto ben



In particolare si dispone che il capitale della società sia composto da azioni di diversa categoria al fine di favorire il coinvolgimento di attori eterogenei per “missione” e ambito di operatività e che esso possa essere sottoscritto da investitori professionali specializzati in operazioni di *turnaround*, da altri operatori privati disposti a sostenere i rischi di queste operazioni, ma anche da investitori istituzionali di lungo termine (come ad esempio enti previdenziali<sup>170</sup> e Cassa Depositi e Prestiti), tenuti ad adottare *policy* di investimento specifiche con riguardo ai profili prudenziali e di rischio ammissibili. Gli investitori istituzionali di lungo termine possono chiedere di avvalersi di un’apposita garanzia onerosa concessa dallo Stato e hanno poteri di *governance* ridotti, mentre gli investitori professionali specializzati e gli operatori privati hanno un potere di decisione in ordine alla selezione degli interventi di ristrutturazione industriale e alla nomina dei soggetti cui sono attribuiti poteri gestionali a livello apicale<sup>171</sup>.

Al fine di garantire l’osservanza della normativa europea in tema di divieto di aiuti di Stato, con d.p.c.m. del 4 maggio 2015, si è stabilito che la garanzia offerta dallo Stato non debba superare l’80% del capitale investito da ciascun soggetto, debba comunque essere remunerata con un corrispettivo “*orientato al mercato*”, anche a valere sulla quota degli utili distribuiti dalla società<sup>172</sup>, e sia concessa solo a investitori soggetti alla vigilanza delle autorità di regolazione di settore, scelti mediante procedure competitive e trasparenti.

La società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese ha lo scopo di promuovere e realizzare operazioni di sostegno e riequilibrio della struttura finanziaria e patrimoniale delle imprese, favorendo processi di consolidamento industriale e occupazionale, anche attraverso la predisposizione di piani di sviluppo e di investimento che consentano il raggiungimento delle prospettive industriali e di mercato. A tal fine la suddetta società per azioni può investire capitale raccolto in proprio

---

funzionare solo disponendo di una dotazione di capitale sufficientemente alta da consentire di investire contemporaneamente in numerose imprese in temporanea difficoltà in modo da poter diluire gli effetti di pochi casi di insuccesso, compensandoli con gli effetti di numerosi casi di successo. In tale prospettiva, Cassa Depositi e Prestiti era individuata come il soggetto in condizione di apportare una rilevante quota del capitale necessario al buon esito dell’iniziativa. Sul punto si veda F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 447.

<sup>170</sup> Gli enti previdenziali possono sottoscrivere il capitale della società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese in quota minoritaria.

<sup>171</sup> Ciò significa che occorre il concorso determinante della maggioranza dei componenti degli organi sociali competenti designati dagli azionisti che non si avvalgono della garanzia dello Stato. Sul punto si veda M. MACCHIA, *Le dimensioni del fenomeno*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Rapporto Irpa 1/2015, Napoli, 2015, p. 59.

<sup>172</sup> L’art. 15 del d.l. n. 133 del 2014, convertito dalla l. n. 164 del 2014, come emendato dall’art. 7 del d.l. n. 3 del 2015, convertito dall’art. 1, comma 1, della l. n. 33 del 2015, dispone che la società deve distribuire almeno due terzi degli utili prodotti.

o compiere operazioni di finanziamento<sup>173</sup> nel rispetto di “*principi di economicità e convenienza propri degli operatori privati di mercato*”, anche mediante l’utilizzo di strumenti finanziari e veicoli societari, perseguendo l’obiettivo di cedere le imprese partecipate e trasferire i beni e rapporti oggetto del singolo investimento entro il termine più breve possibile, dopo il superamento della situazione di squilibrio patrimoniale o finanziario.

In data 16 giugno 2015 il consiglio di amministrazione di Cassa Depositi e Prestiti ha approvato la manifestazione di interesse preliminare a partecipare al capitale della Società di servizio per la patrimonializzazione e ristrutturazione delle imprese, mettendo a disposizione un ammontare fino a un miliardo di euro in qualità di investitore garantito. La Cassa ha così infranto anche l’ultimo tabù costituito dal salvataggio delle imprese in crisi, seppur temporanea<sup>174</sup>.

L’istituzione della Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese è stata indicata come una soluzione dinanzi all’impossibilità per Cassa Depositi e Prestiti di intervenire direttamente a sostegno dell’Ilva a causa del divieto di aiuti di Stato<sup>175</sup>. La costituzione di tale società per azioni – grazie alla partecipazione di investitori privati nella selezione delle imprese da sottoporre agli interventi di ristrutturazione industriale e nella definizione delle modalità di svolgimento degli stessi – appare idonea a evitare di realizzare interventi di salvataggio di “aziende decotte”, come quelli adottati in epoca precedente con esito fallimentare dalla Gepi (Società per le gestioni e partecipazioni industriali) appartenente al Gruppo Iri<sup>176</sup>.

Al fine di non ripetere gli errori del passato è necessario predisporre una disciplina volta ad assicurare una rigorosa gestione dei conflitti di interesse, con la conseguenza che coloro i quali concorrono alla gestione della società per azioni per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese in crisi temporanea, devono operare in condizioni di completa neutralità, imparzialità, indipendenza e terzietà

---

<sup>173</sup> La società può altresì acquisire o succedere in rapporti esistenti anche ridefinendone le condizioni e i termini, al servizio dello sviluppo operativo e dei programmi di medio-termine appositamente predisposti, compreso l’affitto o la gestione di aziende, rami di aziende o siti produttivi.

<sup>174</sup> In tal senso si veda A. DONATO, *Il ruolo di holding di Cassa depositi e prestiti S.p.a.: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, cit., p. 384.

<sup>175</sup> F. BASSANINI, *Lettera agli azionisti e dipendenti Cdp*, pubblicata su [www.cdp.it](http://www.cdp.it) il 9 luglio 2015, p. 2.

<sup>176</sup> L’esperienza della Gepi si è risolta in un insuccesso in quanto essa, più che orientata al mercato, era guidata da una logica assistenziale. La Gepi era una società finanziaria costituita all’inizio degli anni settanta con il compito di agevolare la ristrutturazione delle imprese in crisi, acquisendone temporaneamente parte del capitale, per poi dismettere le relative partecipazioni. Tuttavia l’esigenza di fronteggiare crisi non facilmente risanabili né reversibili ha comportato che l’intervento della Gepi si è trasformato da strumento temporaneo in sussidio a carattere definitivo. Sul punto si veda F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Astrid Rassegna*, n. 8/2015, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu), p. 13.

rispetto agli investitori, siano essi garantiti ovvero non garantiti. Inoltre l'organizzazione dei flussi informativi deve essere indirizzata alla trasparenza dei processi e alla responsabilizzazione dei soggetti in essi coinvolti. I membri degli organi di gestione della suddetta società devono altresì essere in possesso di adeguati requisiti di professionalità e onorabilità, come previsto dalle *Guidelines on Corporate Governance* dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, nonché dalla direttiva ministeriale del 24 giugno 2013 sull'adozione di criteri e modalità per la nomina dei componenti degli organi di amministrazione e di politiche per la remunerazione dei vertici aziendali delle società controllate direttamente o indirettamente dal Ministero dell'economia e delle finanze<sup>177</sup>.

## 7. Riflessioni conclusive

### 7.1. L'attuale posizione di Cassa Depositi e Prestiti e il ritorno dello Stato-Guida nella politica industriale italiana

Recentemente si è sviluppato un dibattito sulla natura formale o sostanziale delle privatizzazioni effettuate dallo Stato attraverso Cassa Depositi e Prestiti. Tali operazioni sono state definite “privatizzazioni fittizie”, non comportando un reale passaggio delle partecipazioni azionarie dalla proprietà della mano pubblica alla mano privata, in ragione della configurazione di Cdp s.p.a. come *holding* a controllo statale. Tuttavia tale definizione si presta ad alcune obiezioni dato che, a seguito della trasformazione in società per azioni e all'uscita dal perimetro dalla pubblica amministrazione, Cdp s.p.a., sebbene partecipata dallo Stato e assistita nella raccolta del risparmio postale da una garanzia statale di ultima istanza, è e rimane una *Market Unit*.

Cassa Depositi e Prestiti è dunque volta a realizzare interventi *market friendly* nel rispetto delle regole di concorrenza e dei principi del mercato unico europeo, nonché in conformità alla normativa sul divieto di aiuti di Stato<sup>178</sup>. In particolare Cdp s.p.a., in qualità di singolare istituzione di mercato con missione pubblica<sup>179</sup>, si candida a essere uno dei principali attori del modello di “economia sociale di mercato”, che mira a coniugare la libera competizione in mercati aperti con la coesione sociale.

---

<sup>177</sup> M. MACCHIA, *Le dimensioni del fenomeno*, cit., p. 59.

<sup>178</sup> Sul punto si veda D. COLACCINO, *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 147.

<sup>179</sup> Sotto questo profilo l'analisi della vicenda relativa alla gestione delle partecipazioni azionarie di Cassa Depositi e Prestiti, società a partecipazione statale caratterizzata dall'impiego di competenze e metodologie di lavoro private per finalità pubbliche, ha rappresentato l'occasione per indagare su quali possibilità sussistano ancora oggi per l'impiego dell'impresa pubblica per scopi di utilità sociale. Sul punto si veda V. CERULLI IRELLI, *Impresa Pubblica, fini sociali, servizi di interesse generale*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2006, pp. 747 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*, cit., p. 368.

Il trasferimento delle partecipazioni societarie a Cassa Depositi e Prestiti ha consentito allo Stato di effettuare una privatizzazione di carattere sostanziale, con imputazione del ricavato a riduzione del debito statale e conseguente riconducibilità dei conti pubblici entro i parametri del Patto di stabilità, senza tuttavia comportare la perdita del controllo sulle suddette quote azionarie<sup>180</sup>. A differenza di quanto avvenuto negli anni novanta tale operazione di privatizzazione è stata compiuta non solo per far fronte a un'oggettiva necessità di quantità di risorse, ma anche e soprattutto per rispondere all'esigenza di trasformare risorse con scadenza a breve termine in finanziamenti a medio-lungo termine per sostenere la crescita e la competitività del Paese<sup>181</sup>.

Cdp s.p.a. si è affermata come “*primaria istituzione economica nazionale*”<sup>182</sup>, configurandosi come impresa delle reti dell'energia elettrica, del gas naturale e delle telecomunicazioni che, in quanto tale, è in grado di realizzare sinergie importanti tra settori economici di importanza strategica.

Nel primo decennio degli anni duemila il ruolo della Cassa è stato caratterizzato da una “straordinaria mutazione”<sup>183</sup>, dato che si è assistito a un'espansione della sua *mission* istituzionale rispetto all'attività tradizionale di emissione delle obbligazioni per gli enti locali e di erogazione dei prestiti per il finanziamento di opere pubbliche. Questa trasformazione è stata determinata solo in maniera secondaria dalle decisioni degli organi di indirizzo politico o dalle scelte degli azionisti o degli amministratori della società, ma è stata principalmente una conseguenza dei cambiamenti strutturali intervenuti nell'economia e nella finanza, come la competizione globale e la finanziarizzazione dell'economia, nonché dei fattori congiunturali come la crisi economico-finanziaria, che di questi cambiamenti è stato un effetto ma, al contempo, un potente acceleratore<sup>184</sup>.

In proposito la Corte dei conti ha osservato che la crisi ha accelerato la trasformazione di Cdp s.p.a. “*da cassa semi-pubblica, custode del risparmio postale ed erogatrice dei mutui per gli enti locali, a vero e proprio strumento di politica industriale*”<sup>185</sup>.

---

<sup>180</sup> S. BATTILOSSI, *Dalla ricostruzione agli anni Novanta*, in M. DE CECCO – G. TONIOLO (a cura di), *Storia della Cassa Depositi e Prestiti. Dalle origini alla fine del Novecento*, Roma-Bari, 2014, p. 107.

<sup>181</sup> In tal senso si veda D. COLACCINO, *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 147; F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 440.

<sup>182</sup> A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero “ai posteri l'ardua sentenza”*, cit., p. 287.

<sup>183</sup> F. BASSANINI, *La “mutazione” della Cassa Depositi e Prestiti: bilancio di un quinquennio (2009-2015)*, in *Astrid Rassegna*, n.14/2015, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu), pp. 1 ss.

<sup>184</sup> F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., pp. 437 e 438.

<sup>185</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Crescere per competere. Il caso del Fondo strategico italiano*, Quaderni, marzo 2015, n. 1, p. 103. La tendenza a esternalizzare l'intervento di politica industriale al di fuori della pubblica amministrazione spiega il ricorso dei Paesi industrializzati nell'Europa continentale a peculiari istituzioni finanziarie controllate dallo Stato, come è avvenuto in Francia con la *Caisse des Dépôts et Consignations*, in Spagna con *l'Instituto de Crédito Oficial*, in Italia con Cassa Depositi e Prestiti, genericamente ricomprese nella categoria delle *National Development Bank* o, più

La Cassa svolge l'attività di valorizzazione e dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, nonché di acquisizione di partecipazioni societarie statali, unitamente a quella di costituzione di fondi di investimento e di "difensore dell'italianità" delle imprese<sup>186</sup>, mediante l'assunzione di quote azionarie in società di rilevante interesse nazionale.

Nell'attuale fase contingente, in cui le condizioni di accesso al credito e di liquidità nel sistema economico si stanno lentamente normalizzando, l'attività della Cassa potrebbe ulteriormente ampliarsi mediante il potenziamento dei suoi strumenti di sostegno all'*export* e all'internazionalizzazione delle imprese, anche in correlazione con la nuova funzione ad essa assegnata di gestione dei fondi della cooperazione internazionale<sup>187</sup>.

Un'estensione dell'attività della Cassa potrebbe poi derivare dalla partecipazione al capitale della Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese e dall'azione di supporto, svolta tramite la stessa, nei confronti di aziende che si trovano in temporanea difficoltà ma che sono fondamentali per favorire l'aumento dell'occupazione e la creazione di filiere produttive nel nostro Paese. Tuttavia, questo allargamento dell'ambito di operatività di Cdp s.p.a. non può prescindere dall'osservanza dei limiti che la disciplina comunitaria, nazionale e statutaria ha posto a tutela della sua solidità patrimoniale e finanziaria, della sua classificazione come intermediario finanziario e della tutela dei piccoli risparmiatori privati che hanno affidato ad essa la gestione dei loro risparmi<sup>188</sup>.

---

precisamente, delle *National Promotional Bank*, sebbene solo alcune tra esse siano propriamente qualificabili come banche. Negli ultimi anni tali organismi hanno ampliato il loro raggio di azione, anche per effetto della necessità di sostenere le economie nazionali colpite dalla crisi economico-finanziaria. Con specifico riferimento alla poliedrica e multiforme attività di Cdp s.p.a. si è parlato di "esperimento" di politica industriale. Sul punto si veda F. BASSANINI, *La Cassa Depositi e Prestiti nell'economia sociale di mercato*, in *Astrid Rassegna*, n. 4/2012, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu), p. 4; A. NINNI, *La Cassa Depositi e Prestiti: il ritorno dello Stato-Guida (e oltre) in politica industriale*, cit., pp. 142-143; M. MACCHIA, *Introduzione*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Rapporto Irpa 1/2015, Napoli, 2015, p. 16.

<sup>186</sup> Sul punto si veda A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero "ai posteri l'ardua sentenza"*, cit., p. 289.

<sup>187</sup> L'art. 5, comma 11-*bis*, del d.l. n. 269 del 2003 attribuisce al Ministro dell'economia e delle finanze il compito di determinare, con decreti di natura non regolamentare adottati di concerto con il Ministro degli affari esteri e della cooperazione internazionale, i criteri e le modalità per l'effettuazione delle operazioni adottate nell'ambito delle attività di cooperazione internazionale allo sviluppo, alle quali si riferisce espressamente il comma 7, lett. a), terzo periodo, della medesima norma. Quest'ultima disposizione puntualizza che le operazioni adottate nell'ambito delle attività di cooperazione internazionale allo sviluppo, di cui all'art. 22 della l. n. 125 del 2014, possono essere effettuate anche in cofinanziamento con istituzioni finanziarie europee, multilaterali o sovranazionali, nel limite annuo stabilito con apposita convenzione stipulata tra Cdp s.p.a. e il Ministero dell'economia e delle finanze. Inoltre si precisa che le suddette operazioni possono essere effettuate anche in deroga a quanto previsto dal comma 11, lett. b), del d.l. n. 269 del 2003, cioè ai criteri di definizione delle condizioni generali ed economiche degli impieghi relativi all'attività di gestione separata.

<sup>188</sup> F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 454.

L'evoluzione del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti si inquadra nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore, che mostra come lo Stato stia diventando sempre più una guida – al punto che si utilizza l'espressione “The Driving State” – ovvero decida l'indirizzo dell'attività produttiva e agevoli il comportamento delle imprese che presentano determinate caratteristiche potenziali o attuali di redditività<sup>189</sup>.

A partire dal 2003 Cdp s.p.a. ha progressivamente incrementato il numero di partecipazioni azionarie componenti il proprio portafoglio. Come si evince dalla relazione della Corte dei conti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della società per l'esercizio 2013, il valore di bilancio relativo all'investimento in partecipazioni azionarie ha raggiunto un ammontare pari a 32,7 miliardi di euro. Attualmente Cassa Depositi e Prestiti rappresenta il punto di riferimento della maggior parte delle operazioni finanziarie dello Stato<sup>190</sup>.

Inoltre Cdp s.p.a. adempie a una missione di rilievo pubblicistico, dato che essa è intesa a conciliare due interessi generali tra loro diversi e confliggenti, la protezione nazionale e l'attrazione di investimenti esteri<sup>191</sup>, da un lato, sostenendo imprese, banche<sup>192</sup> e *asset* strategici indipendentemente dal profilo

---

<sup>189</sup> Lo Stato, nella sua veste di socio pubblico, è tenuto a operare secondo gli imperativi della normativa europea come un “comune imprenditore avveduto”. Sul punto si veda M.G. DELLA SCALA, *Le società a partecipazione statale: “società-imprese” ed enti pubblici in forma societaria. Profili di disciplina applicabile*. Report annuale 2013-Italia, (Settembre 2013), in *Ius Publicum Network Review*, disponibile su [www.ius-publicum.com](http://www.ius-publicum.com), p. 11; ID., *La società per azioni in mano statale: fini generali e “logica dell'imprenditore privato in un'economia di mercato”*, in *Aperta Contrada*, 18 settembre 2013, pp. 1 ss., disponibile su [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it).

<sup>190</sup> Rispetto alle partecipazioni rientranti nella gestione separata, Cdp s.p.a. è assimilabile a un “investitore passivo”, poiché si limita a ricevere esclusivamente i dividendi relativi alle suddette partecipazioni, mentre il Ministero dell'economia e delle finanze gode dell'esclusivo potere di voto e di nomina degli organi sociali delle imprese in gestione separata. Sotto questo profilo i benefici che la Cassa trae dagli investimenti in gestione separata sono solo di natura finanziaria. In proposito si veda M. MACCHIA, *Le dimensioni del fenomeno*, cit., p. 44.

<sup>191</sup> Cassa Depositi e Prestiti vanta un primato quale catalizzatore di investimenti esteri in Italia: “5 miliardi sono i capitali esteri che il Gruppo Cdp ha attratto in Italia in investimenti di minoranza ed in co-investimenti paritari da parte di importanti partner quali Kuwait Investment Authority (0,5 miliardi di euro), Qatar Investment Authority (un miliardo di euro), Shanghai Electric (0,4 miliardi di euro), State Grid International Development Limited (2,1 miliardi di euro), Russian Direct Investment Fund (0,5 miliardi di euro) e China Investment Corporation (0,5 miliardi di euro)”. Sul punto si veda Camera dei Deputati, Commissione X (Attività produttive, Commercio e turismo), *Cassa depositi e prestiti a supporto dell'economia*, 15 gennaio 2015.

<sup>192</sup> Nell'aprile del 2016 Cdp s.p.a. ha partecipato, insieme ad altri investitori, alla sottoscrizione del Fondo Atlante, la cui dotazione iniziale è di 4,25 miliardi di [euro, composta](#) per 0,5 miliardi di euro da Cassa Depositi e Prestiti, che contribuisce a quasi il 12% della capitalizzazione del Fondo. Il Fondo Atlante è un fondo alternativo di investimento, che ha la funzione di sostenere le banche italiane nelle proprie operazioni di ricapitalizzazione e di facilitare la gestione dei crediti in sofferenza, mediante l'acquisto dei crediti deteriorati. Il fondo è gestito da una società privata, la “Quaestio Capital Management SGR” di [Fondazione Cariplo](#).

La Corte dei conti, nella relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria di Cassa Depositi e Prestiti per gli esercizi 2014-2015, pubblicata il 16 luglio 2016, ha osservato che gli interventi di risanamento posti in essere dal Fondo Atlante nei confronti di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, “lasciano perplessità soprattutto

proprietario e, dall'altro, catalizzando risorse di investitori internazionali che abbiano un orizzonte temporale di lungo periodo<sup>193</sup>.

Nell'esercizio del suo ruolo di *holding* a controllo pubblico Cdp s.p.a. non agisce isolatamente ma è affiancata da Invitalia s.p.a.<sup>194</sup> e da Finmeccanica s.p.a.<sup>195</sup>. Cassa Depositi e Prestiti si contraddistingue da questi altri operatori del mercato poiché, a differenza di questi ultimi che vantano una lunga esperienza nell'attività di *holding*, essa ha svolto per oltre un secolo funzioni diverse, seppur fondamentali di politica economica, quali il finanziamento degli enti locali attraverso la raccolta del risparmio postale, e solo negli ultimi anni ha assunto il ruolo di gestore di partecipazioni azionarie e di acquirente di nuove partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale<sup>196</sup>.

In dottrina si è osservato che il trasferimento a Cassa Depositi e Prestiti di partecipazioni azionarie in imprese industriali e in aziende di servizi di grandi dimensioni, che erano in precedenza detenute dallo Stato, sembra aver fatto risorgere il sistema delle partecipazioni statali<sup>197</sup>. In questo senso si sottolinea che la Cassa ha svolto una funzione di ausilio e supporto dello Stato<sup>198</sup>, attraverso il reperimento di risorse

---

*sulla compatibilità statutaria e sulla pertinenza degli impieghi delle risorse di Cdp per tali finalità*". Le medesime perplessità sono state avanzate dalla Corte dei conti con riguardo all'intervento di garanzia di Cassa Depositi e Prestiti nell'operazione del Fondo Nazionale di Risoluzione - istituito dalla Banca d'Italia con provvedimento n. 1226609 del 18 novembre 2015 - di finanziamento della ristrutturazione di Banca Etruria, in cui Cdp s.p.a. ha assunto un impegno di sostegno finanziario in caso di incapienza del Fondo alla data di scadenza del finanziamento.

Dall'agosto del [2016](#) è stato istituito anche il Fondo Atlante 2, tra i cui sottoscrittori figura Cassa Depositi e Prestiti con una quota tra 200 e 250 milioni di euro. In data 27 ottobre 2017 il Fondo ha cambiato la propria denominazione in "Italian Recovery Fund", che è attualmente coinvolto nell'operazione di cartolarizzazione dei crediti deteriorati di [Monte dei Paschi di Siena](#), nonché nelle operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati, riguardanti Banca Marche, Etruria, Chieti e Ferrara, e le Casse di risparmio di San Miniato, Rimini e Cesena.

Tali vicende mostrano che Cdp s.p.a. è chiamata sempre più frequentemente ad intervenire, in virtù delle sue disponibilità finanziarie, nei confronti di banche che si trovano in situazioni critiche. La questione concernente l'utilizzo dei capitali della Cassa appare assai delicata, dato che il suo intervento nel settore bancario ha sicuri riflessi sull'andamento dell'economia nel suo complesso.

<sup>193</sup> S. SCREPANTI, *Le regole speciali delle società partecipate*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Rapporto Irpa 1/2015, Napoli, 2015, p. 90.

<sup>194</sup> Invitalia s.p.a. è partecipata al 100% dal Ministero dell'economia e delle finanze. Per effetto di alcune operazioni di trasformazione e fusione sono state trasferite alla suddetta società le partecipazioni azionarie possedute dallo Stato nella Gepi.

<sup>195</sup> Finmeccanica s.p.a. è stata costituita come società finanziaria del settore meccanico dell'Iri ed è assoggettata al controllo del Ministero dell'economia e delle finanze.

<sup>196</sup> 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*, cit., p. 368.

<sup>197</sup> E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, cit., p. 273.

<sup>198</sup> E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, cit., p. 269.

economiche da destinare a scopi di interesse pubblico, e ha agito come nucleo istituzionale che persegue fini di stabilizzazione economico-finanziaria del sistema nazionale<sup>199</sup>.

Attualmente Cdp s.p.a. è partecipata circa all'82,77% per cento dal Ministero dell'economia e delle finanze e circa al 17 per cento da fondazioni di origine bancaria<sup>200</sup>. La trasformazione di Cassa Depositi e Prestiti in una *holding* formalmente privata, ma a capitale sostanzialmente pubblico, rievoca i vecchi enti di

---

<sup>199</sup> Cassa Depositi e Prestiti ha svolto questa funzione di stabilizzazione economico-finanziaria del sistema nazionale mediante l'intervento nelle crisi bancarie ad opera del Fondo Atlante che, come sopra accennato, è finalizzato alla ricapitalizzazione delle banche in crisi.

L'istituzione di tale Fondo è stata accolta con favore dalla Banca di Italia che in esso ha ravvisato una "risposta alle turbolenze del mercato" e ha avuto il supporto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, Pier Carlo Padoan, che ha affermato che "il Fondo Atlante funzionerà come un *backup*, una rete di sicurezza, per le banche italiane", precisando altresì che "l'effetto leva [...] potrà arrivare ad almeno 50 miliardi". Al riguardo si veda R. BOCCIARELLI, *Visco: Atlante, iniziativa efficace*, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-14/visco-atlante-iniziativa-efficace-073909.shtml?uuid=>; R. BOCCIARELLI, *Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi*, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-15/padoan-atlante-effetto-leva-50-miliardi>

Il rischio che la Commissione Europea possa considerare il Fondo Atlante un aiuto di Stato agli istituti di credito in difficoltà è stato smentito dallo stesso Ministro, che ha sostenuto che con esso si è realizzata «un'operazione interamente privata», in cui il MEF e il Governo italiano hanno svolto soltanto un ruolo di "facilitatori". Inoltre si è osservato che il Fondo si basa su un intervento volontario e che il coinvolgimento di soggetti partecipati dallo Stato, quale Cdp s.p.a., si svolge secondo i principi che regolano l'azione dell'investitore privato di mercato". Al riguardo si veda l'intervista del 12 aprile 2016 al Ministro dell'Economia e delle Finanze Pier Carlo Padoan da parte della redazione del Sole24Ore.

Con riferimento al Fondo Atlante, Mario Draghi ha affermato che si tratta di "un piccolo passo nella giusta direzione", riconoscendo validità all'iniziativa ma non trascurando i limiti che ne condizionano il successo. Sul punto si veda l'Editoriale di G. CHIELLINO, *Banche, se il fondo Atlante non basta, può intervenire lo Stato*, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-04-26/se-fondo-atlante-non-basta-puo-intervenire-stato-113540.shtml?uuid=ACd1pTFD>

Secondo le valutazioni della dottrina economica il Fondo Atlante può costituire una "soluzione efficace" ai fini del "problema della gestione dei crediti bancari ad alto rischio", solo qualora vengano superati "almeno tre fattori: inefficienza delle regole italiane, aleatorietà delle regole europee, volatilità dei mercati finanziari". In tal senso si veda D. MASCIANDARO, *La forza di Atlante nasce dal mercato*, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-idee/2016-04-17/la-forza-atlante-nasce-mercato-----103954.shtml?uuid=ACMwBc9C>

Nella dottrina giuridica si è autorevolmente osservato che questa soluzione, definibile di "primo intervento", viene incontro nell'immediato al pressante bisogno di patrimonializzazione di numerose banche italiane, ma non può essere considerata esaustiva ai fini di un pieno recupero della stabilità finanziaria dei soggetti appartenenti all'ordinamento del credito. In proposito si veda F. CAPRIGLIONE, *Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante*, in *Aperta Contrada*, 3 maggio 2016, p. 1, disponibile su [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it).

Il Fondo Atlante continua ancora oggi a sollevare non pochi dubbi in merito alle "finalità pubbliche", che lo hanno caratterizzato fin dalle origini. Se è vero infatti che l'ente gestore del fondo, la Quaestio Capital Management SGR, è una società privata e che gli investitori del fondo sono tutti privati (ad eccezione di Cdp s.p.a. che ne rappresenta la matrice pubblicistica), è anche vero che i privati dovrebbero investire con una logica più orientata al profitto e non di mero supporto al sistema bancario in difficoltà. Al riguardo si veda F. FIORAVANTI, *Fondo Atlante Bancario. Tra salvataggio pubblico e intervento dei privati*, in *Amministrazione in Cammino*, 18 ottobre 2016, p. 4, disponibile su <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2016/10/Fioravanti.pdf>

<sup>200</sup> Il restante 1,5 per cento è rappresentato da azioni proprie.



gestione delle partecipazioni statali e solleva dubbi sull'effettivo abbandono della presenza dello Stato nelle società risultanti dalla privatizzazione di imprese pubbliche.

In particolare la previsione di poteri di indirizzo e controllo del Ministero dell'economia e delle finanze<sup>201</sup> sulla gestione separata di Cdp s.p.a., nonché la partecipazione pubblica necessaria della società, sembrano contraddire la scelta della privatizzazione, vanificando in parte gli effetti derivanti dall'ingresso dei privati nel capitale azionario<sup>202</sup>.

In proposito, la Corte dei conti ha rilevato che *“un [...] rischio [...] è quello che Cdp possa essere indotta a proporsi come succedaneo del soppresso Ministero delle Partecipazioni Statali nella gestione di partecipazioni azionarie di gruppi industriali, con pesanti riflessi, sia in termini di surrettizio ritorno a modelli superati di presenza dello Stato nell'economia, sia di venire meno alla missione propria di promotore di infrastrutture e sia, infine, di distorto e problematico uso del risparmio postale”*<sup>203</sup>.

Anche se qualche autore ha affermato che *“avrebbe giovato - potrebbe giovare - una nuova Iri”*<sup>204</sup>, e sebbene sia difficile negare che le rispettive funzioni siano in parte sovrapponibili, sussistono alcune differenze di carattere strutturale tra Cassa Depositi e Prestiti e gli enti di gestione di partecipazione statali del passato.

---

<sup>201</sup> Al riguardo va precisato che l'art. 5, comma 16, del d.l. n. 269 del 2003 prevede che il Ministero dell'economia e delle finanze, sulla base di apposita relazione presentata da Cdp S.p.a., riferisce annualmente al Parlamento sull'attività svolta e sui risultati conseguiti dalla Cassa.

<sup>202</sup> Segnatamente si evidenzia che se, da un lato, l'utilizzo di Cassa Depositi e Prestiti alla stregua dei vecchi enti pubblici economici di gestione sembra prefigurare un arresto del processo di privatizzazione e un ritorno al sistema delle partecipazioni statali, dall'altro, la logica di affidare la gestione delle partecipazioni statali a una struttura tecnica, quale Cdp s.p.a., potrebbe essere condivisibile, laddove a ciò conseguiva una gestione economica e produttiva delle medesime partecipazioni. In proposito si veda G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 371; T. DI NITTO, *Cassa Depositi e Prestiti*, in S. CASSESE (a cura di), *Dizionario di Diritto Pubblico*, 2006, Milano, p. 809; S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, cit., p. 272.

<sup>203</sup> Corte dei conti, Sezione del controllo sugli enti, *Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.a. per gli esercizi 2004, 2005 e 2006*, delibera n. 71/2008 dell'11 novembre 2008, p. 181.

<sup>204</sup> Così P. CIOCCA, *Storia dell'IRI. 6. L'IRI nell'economia italiana*, Roma-Bari, 2015, p. 312.

Il modello Iri assicurava una sufficiente trasparenza delle decisioni, dato che le scelte erano accompagnate da un ampio dibattito a livello politico e nell'ambito degli operatori economici. Inoltre esso garantiva l'attribuzione delle rispettive responsabilità al Governo, con riguardo agli indirizzi strategici formulati, e alle imprese, con riguardo al rispetto del criterio dell'economicità e all'effettiva attuazione degli indirizzi ricevuti.

Ciò non si verifica nel caso di Cassa Depositi e Prestiti, in cui le decisioni sono, almeno apparentemente, riservate agli organi propri di una società di capitali senza che vi sia alcun riscontro a livello politico. I “luoghi” dove le decisioni sono assunte non sono facilmente individuabili e tanto meno conoscibili: infatti le deliberazioni non vengono adottate dal consiglio di amministrazione nella sua autonomia ma si può ipotizzare che gli amministratori della Cassa abbiano “colloqui riservati” con il Ministro dell'economia e delle finanze e con la Presidenza del Consiglio per la formulazione di indicazioni operative.

Pur non essendo oggi riproponibile il modello Iri, dovrebbero essere riaffermate le istanze di trasparenza e di assunzione di responsabilità affinché le modalità dell'operare dello Stato, attraverso Cassa Depositi e Prestiti, siano più trasparenti e oggetto di valutazioni politiche preventive. Sul punto si veda l'intervento di G. PERICU, in F. RUSSOLILLO (a cura di), *Fra Stato e Mercato*, Fondazione Cesifin Alberto Predieri, 2017, pp. 36-38, disponibile su

La prima differenza consiste nel fatto che, mentre l'Iri e gli altri vecchi enti di gestione impiegavano prevalentemente risorse pubbliche, Cassa Depositi e Prestiti ha continuato a finanziarsi, dal 1875 fino a oggi, principalmente tramite risorse private provenienti dalla raccolta del risparmio postale<sup>205</sup>. In proposito si è osservato che tale elemento distintivo renderebbe la Cassa simile, più a che a una nuova Iri, a un nuovo “Credito mobiliare”<sup>206</sup>.

La seconda differenza è data dalla circostanza che al capitale di Cdp S.p.a. partecipa un gruppo di fondazioni di origine bancaria, disciplinate dal d.lgs. n. 153 del 1999<sup>207</sup>. Infatti l'art. 8 dello statuto della Cassa dispone che le azioni sono trasferibili solo a favore delle fondazioni di origine bancaria, nonché di banche e di intermediari finanziari vigilati e che nessun socio, al di fuori del Ministero dell'economia e delle finanze, può possedere a qualsiasi titolo azioni in misura superiore al 5% del capitale della società. Alla luce dell'attività svolta dalla Cassa di finanziamento delle opere locali di interesse pubblico la partecipazione di minoranza detenuta dalle fondazioni può ritenersi coerente con la missione a esse affidata<sup>208</sup>. Invero le fondazioni si definiscono “*persone giuridiche private senza fine di lucro, dotate di piena autonomia*” che “*perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico*”<sup>209</sup>, in rapporto prevalente con il territorio. La presenza nel capitale di Cdp s.p.a. delle fondazioni – che oggi si qualificano come soggetti privati<sup>210</sup>, seppure sottoposti alla vigilanza del Ministero dell'economia e delle

---

[www.cesifin.it](http://www.cesifin.it); F. RUSSOLILLO, *Introduzione*, in F. RUSSOLILLO (a cura di), *Fra Stato e Mercato*, Fondazione Cesifin Alberto Predieri, 2017, p. 17, disponibile su [www.cesifin.it](http://www.cesifin.it); M.T. SALVEMINI, *La posizione della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, dicembre 2015, n. 4, p. 686.

<sup>205</sup> In proposito va precisato che Cassa Depositi e Prestiti ha ricevuto una dotazione di capitale pubblico di importo relativamente contenuto di 2,5 miliardi di euro dal Ministero dell'economia e delle finanze all'atto della trasformazione in società per azioni.

<sup>206</sup> Si fa esplicito riferimento alla Società Generale di Credito Mobiliare che fallì nel 1893. Gli istituti di credito mobiliare hanno rappresentato uno dei primi modelli di banca moderna affermatasi in Europa nell'ottocento. Essi effettuavano investimenti stabili in industrie, attingendo oltre che al capitale proprio, alle risorse finanziarie derivanti da depositi e dalle obbligazioni emesse anche al fine di contribuire allo sviluppo dei mercati mobiliari. L'impiego di Cassa Depositi e Prestiti quale nuovo Credito Mobiliare costituisce una risposta ad un problema antico del nostro sistema finanziario: la scarsità di capitali di rischio. In sostanza Cdp s.p.a. è chiamata a risolvere uno dei vecchi mali del sistema economico italiano: un capitalismo senza capitali. In tal senso si veda C. BRESCIA MORRA, *La Cassa Depositi e Prestiti: una nuova banca d'affari pubblica?*, cit.; D. COLACCINO, *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni societarie dello Stato*, cit., p. 1192; A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero “ai posteri l'ardua sentenza”*, cit., p. 288.

<sup>207</sup> L'istituzione delle fondazioni ha fatto seguito alla l. n. 218 del 1990, che ha disposto la privatizzazione delle Casse di Risparmio e la separazione tra gli enti conferenti, cui rimangono attribuite le attività filantropiche, e gli enti creditizi in forma di società per azioni, ai quali è assegnata l'attività bancaria. Alle fondazioni fu inizialmente trasferita la proprietà di tutte le azioni in cui era stato ripartito il patrimonio delle neonate società bancarie, ma queste ultime sono state poi obbligate a cedere tale proprietà in ottemperanza alle prescrizioni dettate dal d.lgs. n. 153 del 1999.

<sup>208</sup> S. BATTILOSSI, *Dalla ricostruzione agli anni Novanta*, cit., p. 89.

<sup>209</sup> Cfr. art. 2 del d.lgs. n. 153 del 1999.

<sup>210</sup> Con le sentenze nn. 300 e 301 del 2003 il giudice costituzionale ha riconosciuto la natura giuridica privata delle fondazioni di origine bancaria.

finanze – contribuisce a collocare Cassa Depositi e Prestiti all'esterno della pubblica amministrazione<sup>211</sup>. In proposito si è osservato che tale partecipazione, di cui sono titolari le fondazioni di origine bancaria, conferisce alla Cassa una “*natura necessariamente lucrativa*”<sup>212</sup>.

Le suesposte caratteristiche differenziali di Cdp s.p.a. rispetto ai vecchi enti di gestione delle partecipazioni statali giustificano la scelta di affidare il ruolo di *holding* a controllo pubblico proprio a Cassa Depositi e Prestiti<sup>213</sup>, istituzione già esistente, e non a un nuovo ente appositamente costituito, oppure direttamente al Ministero dell'economia e delle finanze, che ha certamente esercitato un ruolo da protagonista nella gestione delle partecipazioni azionarie statali<sup>214</sup>.

In ordine alla posizione di Cassa Depositi e Prestiti quale *holding* pubblica permangono due nodi critici; l'uno attiene alla dinamica effettiva dei rapporti tra Cdp s.p.a. e il Ministero dell'economia e delle finanze, che deve essere attentamente monitorata, l'altro ai meccanismi di controllo sulle attività aziendali della Cassa che, pur essendo molteplici, si rivelano scarsamente incisivi.

Con riguardo al primo aspetto, occorre evidenziare che si produce un intreccio difficilmente districabile tra le funzioni di indirizzo del Ministro dell'economia e delle finanze e le attività di gestione di Cassa Depositi e Prestiti<sup>215</sup>, in ragione della particolare complessità delle normative di settore, nonché della forte incidenza dell'intervento pubblico sul tessuto economico e sociale. Le diverse competenze non si esercitano in sequenza (indirizzo-gestione-controllo) ma in parallelo, dando vita a modelli ibridi e a forme di codecisione tecnico-politica<sup>216</sup>.

Con riguardo al secondo aspetto, va rilevato che per Cdp s.p.a. sussiste il controllo interno tipico delle società per azioni, ossia la sottoposizione alla verifica di un organo come il collegio sindacale, che vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e, in particolare, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento, secondo quanto previsto dall'art. 2403 del codice civile, come novellato a seguito della riforma del diritto societario.

---

<sup>211</sup> 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*, cit., p. 388.

<sup>212</sup> G.B. PORTALE, *Fondazioni «bancarie» e diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2005, n. 1, pp. 23 ss.

<sup>213</sup> In tal senso si veda A. DONATO, *Il ruolo di holding di Cassa depositi e prestiti S.p.a.: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, cit., p. 386.

<sup>214</sup> M.G. DELLA SCALA, *Società per azioni e Stato imprenditore*, Napoli, 2012, p. 176.

<sup>215</sup> La Corte dei conti, nella deliberazione n. 14 del 2004, ha osservato, con riguardo alla disciplina sulla trasformazione in società per azioni di Cassa Depositi e Prestiti, contenuta nel d.l. n. 269 del 2003, che “*si prevede la conservazione delle funzioni tradizionali senza peraltro chiarire in modo univoco e in quale misura tali compiti saranno svolti dal Ministero dell'economia e delle finanze e/o dalla società Cdp [...]*”.

<sup>216</sup> M. MACCHIA, *I diritti sociali e lo Stato azionista. Il finanziamento delle reti di nuova generazione da parte della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 957.

Inoltre sussiste il controllo esterno della Corte dei conti che si svolge secondo le modalità previste dall'art. 12 della l. n. 259 del 1958<sup>217</sup>. Segnatamente la Corte dei Conti partecipa con un suo magistrato alle riunioni del consiglio di amministrazione di Cdp s.p.a. e svolge in via successiva un'attività di controllo sui risultati della gestione finanziaria.

Sussiste poi la peculiare verifica della Commissione parlamentare di vigilanza che, ai sensi dell'art. 4 del r.d. n. 453 del 1913, può procedere o disporre che si proceda a tutte quelle verificazioni che essa reputa necessaria. In particolare spetta alla Commissione l'approvazione *“dei rendiconti consuntivi della Cassa medesima, delle gestioni annesse e degli istituti di previdenza, i quali rendiconti, parificati dalla Corte dei conti, saranno presentati in allegato alla relazione della Commissione medesima al Parlamento, entro l'anno successivo a quello cui essi si riferiscono”*<sup>218</sup>. Inoltre, si dispone che ogni anno il Presidente della Commissione di vigilanza presenta *“al Parlamento una relazione sulla direzione morale e sulla situazione materiale dell'amministrazione della Cassa dei depositi e prestiti e degli Istituti di previdenza”*.

I controlli sulle attività aziendali di Cassa Depositi e Prestiti non sono, dunque, carenti<sup>219</sup>, ma risultano inefficaci a causa dell'inadeguatezza del sistema di *accountability*. Ciò dipende dalla circostanza che gli amministratori di Cdp s.p.a. non rendono sufficientemente conto all'esterno, principalmente alle istituzioni pubbliche, delle scelte aziendali, che risultano poco verificabili ed esaminabili. Sotto questo profilo si riscontra un'ambivalenza: sia una mancata opportunità, sia la prevenzione di un rischio. La mancata opportunità attiene alla considerazione che, nell'ipotesi in cui Cassa Depositi e Prestiti fosse diretta dalla “buona politica”, potrebbe meglio concorrere a obiettivi macroeconomici di interesse comune. La prevenzione di un rischio attiene alla circostanza che, qualora la Cassa fosse posta sotto il giogo della politica, si potrebbe verificare l'eventualità che le sue risorse siano stornate per la protezione di interessi privati<sup>220</sup>.

In dottrina si è suggerito di effettuare una parziale quotazione in borsa di Cdp s.p.a. allo scopo di fruire di un'informazione continua, tramite l'andamento del titolo, sul funzionamento della società e sul comportamento del *management*<sup>221</sup>. In particolare si è osservato che tale intervento avrebbe consentito ai

---

<sup>217</sup> Ciò è espressamente sancito dall'art. 5, comma 17, del d.l. n. 269 del 2003.

<sup>218</sup> Art. 5 del r.d. n. 453 del 1913.

<sup>219</sup> La previsione di controlli pubblicistici su Cdp s.p.a., in qualità di società a partecipazione statale, ha il pregio di offrire una tutela ulteriore all'interesse pubblico sotteso alla proprietà statale, connesso ai compiti di rilevanza generale che la Cassa è deputata ad assolvere. Sul punto si veda S. SCREPANTI, *Le regole speciali delle società partecipate*, cit., p. 76.

<sup>220</sup> M. MACCHIA, *I diritti sociali e lo Stato azionista. Il finanziamento delle reti di nuova generazione da parte della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 960.

<sup>221</sup> Cassa Depositi e Prestiti si avvale come amministratore delegato di un *manager* proveniente dal settore privato. L'entità del pagamento di quest'ultimo dipende per una parte non irrilevante dall'andamento della gestione economica dell'azienda. Ciò implica che il *management* della società possa opporsi a eventuali richieste di utilizzo dei

mercati finanziari di valutare l'efficienza della gestione e avrebbe favorito il controllo esterno sull'operato "corretto" dello Stato, attraverso Cassa Depositi e Prestiti, in modo da poter verificare se le strategie aziendali rispecchiassero effettivamente l'interesse collettivo e orientare, così, il sistema a fini di utilità sociale<sup>222</sup>. In applicazione di tale proposta in data 20 marzo 2015 le obbligazioni di Cdp s.p.a. sono state quotate sul MOT (Mercato Obbligazionario Telematico).

Inoltre si segnala che in data 14 novembre 2017 Cassa Depositi e Prestiti ha collocato nel mercato dei capitali internazionali la sua [prima emissione obbligazionaria "social"](#), dal valore nominale di 500 milioni di euro, a tasso fisso, non subordinata e non assistita da garanzie, riservata a investitori istituzionali. L'operazione si colloca all'interno del programma a medio-lungo termine "[Debt Issuance Programme - DIP](#)"<sup>223</sup> ed è destinata al finanziamento delle PMI italiane localizzate nelle aree economicamente meno sviluppate del Paese o colpite da disastri naturali. Cdp s.p.a. è il primo operatore italiano ad aver effettuato un'emissione di questo tipo sul mercato internazionale e il primo in Europa ad aver destinato i capitali alle aree colpite da calamità naturali, in particolare a quelle terremotate<sup>224</sup>.

I nuovi titoli sono quotati sul [mercato ExtraMOT di Borsa Italiana](#) all'interno del segmento dedicato ai green e social bond, creato per offrire agli investitori la possibilità di identificare gli strumenti i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale e sociale<sup>225</sup>.

Rimane ancora aperta e irrisolta la questione relativa alla natura giuridica di Cassa Depositi e Prestiti. La qualificazione della Cassa è sempre stata assai dubbia, avendo essa agito nel corso della sua storia come un organo gerarchicamente subordinato allo Stato, con funzione esecutiva della politica di programmazione e anticongiunturale, come un'azienda autonoma<sup>226</sup>, come un ente pubblico economico

---

fondi che abbiano ripercussioni negative sulla *performance* dell'impresa.

<sup>222</sup> A. NINNI, *La Cassa Depositi e Prestiti: il ritorno dello Stato-Guida (e oltre) in politica industriale*, cit., pp. 154-155.

<sup>223</sup> Questo programma di emissioni a medio-lungo termine di Cdp s.p.a., dell'ammontare di dieci miliardi di euro quotato alla Borsa del Lussemburgo, ha una durata di cinque anni con scadenza nel novembre 2022.

<sup>224</sup> In linea con la strategia e l'approccio alla sostenibilità fatto proprio dalla società, l'emissione obbligazionaria si ispira al punto 8 dei *Sustainable Development Goals* delle Nazioni Unite "Buona Occupazione e Crescita Economica" e rispetta i nuovi *Social Bond Principles 2017* dell'International Capital Market Association (ICMA), focalizzati sulla "creazione di occupazione anche attraverso il potenziale effetto del finanziamento e micro-finanziamento delle PMI".

<sup>225</sup> La transazione è stata eseguita dopo aver effettuato un *roadshow* pan-europeo che ha coinvolto le piazze finanziarie di Amsterdam, Londra, Parigi e Milano. Oltre 150 investitori hanno sottoscritto l'obbligazione, che ha registrato una domanda di circa cinque volte superiore all'offerta (2,25 miliardi di euro) proveniente per oltre il 70% da soggetti esteri, con una significativa presenza di investitori socialmente responsabili. L'emissione è stata realizzata con il supporto di Barclays, Crédit Agricole CIB, Citi, HSBC, Société Générale CIB e UniCredit, che hanno agito da Joint Lead Manager e Joint Bookrunner.

<sup>226</sup> Anche dopo la separazione fisica dal Ministero del Tesoro, la Cassa ha continuato, di fatto, a essere un suo strumento, pur costituendo sul piano economico-patrimoniale un'istituzione autonoma.

e come una società per azioni a partecipazione pubblica. Questa condizione di “*disagio e incertezza istituzionale*” ha avuto notevoli ripercussioni sulla disciplina ad essa applicabile<sup>227</sup>.

Nella relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria di Cassa Depositi e Prestiti per l'anno 2013, la Corte dei conti ha evidenziato nelle sue conclusioni come permanga qualche interrogativo sulla reale configurazione giuridica da attribuire oggi a Cdp s.p.a. Ad avviso della Corte, “*non si tratta infatti solo di un elemento definitorio collocare o meno oggi Cassa Depositi e Prestiti nell'ambito del sistema bancario e del credito, quanto piuttosto continuare a considerarla un organismo pubblico con le regole che il diritto dell'economia attribuisce a tali organismi. Si tratta invero di poter comprendere e forse chiarire i regimi applicabili<sup>228</sup> e le relative responsabilità nei confronti di un soggetto che oggi spazia dal pubblico al privato, essendo allo stesso tempo soggetto alla vigilanza dello Stato e longa manus di molte delle sue operazioni finanziarie [...]*”.

La Corte dei Conti ha lasciato quindi insoluto il problema, sottolineandone però l'importanza e l'essenza: alla natura formalmente privata di Cdp s.p.a. fa da contraltare l'agire di tale organismo come strumento di attuazione delle politiche di intervento statale, soprattutto per mezzo della gestione separata, cioè attraverso l'utilizzo del risparmio postale garantito dallo Stato. Segnatamente il peculiare modello di gestione delle partecipazioni azionarie di Cassa Depositi e Prestiti<sup>229</sup> evidenzia come la trasformazione in società per azioni non abbia alterato le finalità pubbliche o di interesse generale che essa ha originariamente perseguito, seguendo gli indirizzi strategici indicati dal Parlamento e dal Governo, nella loro veste di soggetti programmatori e regolatori<sup>230</sup>.

Le tesi sulla natura giuridica di Cdp s.p.a. non sono affatto concordi, oscillando tra l'approccio sostanzialista della giurisprudenza amministrativa e di una parte della dottrina, i quali sostengono che la privatizzazione di Cassa Depositi e Prestiti sarebbe stata dettata da ragioni meramente organizzative e che essa conserverebbe tuttora la natura di soggetto pubblico, e l'approccio formalista, secondo cui la

---

<sup>227</sup> G. CHESINI, *Cassa Depositi e Prestiti. Un “nuovo” intermediario nel sistema finanziario italiano*, cit., p. 377.

<sup>228</sup> La stessa Corte dei conti, nella deliberazione n. 14 del 2004, ha avuto occasione di rilevare, con riguardo al d.l. n. 269 del 2003, con cui si è disposta la trasformazione di Cassa Depositi e Prestiti in s.p.a., che “*il regime derogatorio alla legislazione che disciplina sia i modelli di gestione pubblici che quelli privati fondati sull'applicazione del codice civile caratterizza l'impianto della legge [...]*”.

<sup>229</sup> Il sistema di *governance* di Cassa Depositi e Prestiti si basa su un doppio binario: uno tipicamente privatistico, l'altro a carattere pubblicistico. Il primo è legato alla circostanza che Cdp s.p.a., in qualità di società per azioni *market oriented*, delibera le operazioni sulla base della valutazione dei costi e dei benefici connessi e dell'esigenza di diversificare gli investimenti e le fonti di ricavo. Il secondo dipende dal fatto che la Cassa è tenuta all'osservanza di alcuni vincoli fondamentali, derivanti dalla garanzia del risparmio postale, dalla necessità di preservare la sua classificazione Eurostat come *market unit*, dalla salvaguardia del suo ruolo di supporto al finanziamento della crescita e dello sviluppo infrastrutturale del Paese, dal rispetto della normativa in materia di divieto di aiuti di Stato e di tutela della concorrenza. Sul punto si veda D. COLACCINO, *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 126.

<sup>230</sup> D. COLACCINO, *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, cit., p. 131.

trasformazione in società per azioni comporterebbe l'applicazione alla Cassa delle norme del codice civile e l'operatività di tale organismo secondo le regole di mercato.

Il punto su cui convergono le opinioni di giurisprudenza e dottrina è che la mera trasformazione in una società di diritto privato non è sufficiente a qualificare un ente come privato, bensì è necessario verificare sulla base di più solidi presupposti l'effettiva non appartenenza dello stesso alla pubblica amministrazione. Nella sentenza n. 550 del 7 agosto 2007, la VI sezione del Consiglio di Stato ha affermato che Cassa Depositi e Prestiti è una società per azioni di tipo speciale, che deve essere concepita come articolazione organicamente collegata, pur senza diventarne strumentale, dell'ente pubblico, per lo svolgimento di compiti istituzionali a esso demandati. Con il risultato che la forma societaria costituisce un mero involucro formale e, cioè, un espediente tecnico-giuridico per il conseguimento di importanti vantaggi rispetto al tradizionale modello delle amministrazioni pubbliche, quali la maggiore flessibilità organizzativa, la possibile limitazione della partecipazione pubblica ad una quota del capitale sociale, l'utilizzazione delle esperienze di altri soggetti nella gestione di analoghi servizi.

Nella richiamata pronuncia il giudice amministrativo ha indicato numerosi elementi che depongono a favore della natura pubblica di Cassa Depositi e Prestiti, tra cui il permanere della cura di interessi generali ad essa affidati, le deroghe al regime comune del diritto societario, la trasformazione in s.p.a. per legge e non attraverso un atto di autonomia privata<sup>231</sup>. Inoltre, a sostegno della tesi sostanzialista, il Consiglio di Stato ha richiamato il concetto di "organismo di diritto pubblico", che ha avuto origine nel diritto comunitario nell'ambito della normativa sui contratti pubblici. In particolare, il giudice amministrativo ha affermato che Cdp s.p.a. integrerebbe tutti e tre i requisiti richiesti per essere qualificata come organismo di diritto pubblico: la personalità giuridica in quanto società per azioni; l'attività finanziata in via prevalente dallo Stato, poiché inizialmente la società era a totale partecipazione pubblica; il soddisfacimento di bisogni di interesse generale a carattere non industriale o commerciale, dato che la sua attività, soprattutto quella relativa alla gestione separata, è volta al conseguimento di finalità generali. In ordine alla qualificazione di Cassa Depositi e Prestiti come organismo di diritto pubblico, operata dal Consiglio di Stato nella summenzionata sentenza n. 550 del 2007, si è osservato che questa nozione è stata utilizzata impropriamente dal giudice amministrativo al solo scopo di trattenere entro la sfera pubblicistica e, quindi, entro i confini della propria giurisdizione, un ente, quale Cdp s.p.a., ormai sottoposto ad un regime privatistico dopo la trasformazione in società per azioni<sup>232</sup>.

---

<sup>231</sup> La Corte dei conti, nella deliberazione n. 14 del 2004, avente ad oggetto il d.l. n. 269 del 2003 sulla trasformazione di Cassa Depositi e Prestiti in s.p.a., ha affermato che "è derogatorio il meccanismo di costituzione della società".

<sup>232</sup> In tal senso si veda S. SIMONE, *Cassa depositi e Prestiti: organismo di diritto pubblico?*, cit., p. 169.

In particolare si è evidenziato che la qualificazione della Cassa come organismo di diritto pubblico sarebbe errata poiché la nozione di derivazione comunitaria è estrapolata dal suo contesto di riferimento, il settore degli appalti pubblici, per essere poi utilizzata come categoria concettuale di ordine generale, trascurando così il carattere strettamente funzionale della suddetta nozione alla materia degli appalti pubblici. Inoltre, l'inquadramento della Cassa nella categoria dell'organismo di diritto pubblico risulterebbe non corretto qualora si consideri che l'osservanza del requisito da parte di Cassa Depositi e Prestiti dell'attività finanziata in modo maggioritario dallo Stato si fonderebbe sull'esistenza solo iniziale di una partecipazione totalmente pubblica, dato che, a seguito della trasformazione in società per azioni, l'ingresso nel capitale dell'impresa delle fondazioni bancarie orientate al profitto e l'adozione di un modello di gestione di tipo aziendalistico hanno modificato profondamente lo scenario. Parimenti sarebbe incerto il rispetto del requisito concernente il soddisfacimento di bisogni di interesse pubblico a carattere non commerciale né industriale, tenuto conto che le attività di finanziamento rientranti nella gestione separata sono state interessate dal coinvolgimento delle fondazioni bancarie e, conseguentemente, dalla destinazione a fini di lucro.

Con il parere n. 8178 del 2012, il Consiglio di Stato è tornato ad affrontare la questione relativa alla natura giuridica di Cassa Depositi e Prestiti aggiungendo ai precedenti argomenti, *in toto* richiamati e confermati, nuovi elementi a fondamento della tesi sostanzialista, tra i quali rileva l'affermazione secondo cui la Cassa è un soggetto che mantiene “*funzioni e finalità pubbliche e di interesse generale*”, la qualificazione della Cassa ai sensi dell'art. 1, comma 1-ter, della l. n. 241 del 1990, come soggetto privato preposto all'esercizio di attività amministrative che è tenuto all'osservanza dei principi generali di economicità, efficacia, imparzialità e trasparenza, nonché la sottoposizione della Cassa al controllo della Corte dei conti e la possibilità per la stessa di avvalersi per la rappresentanza in giudizio e la difesa dell'Avvocatura dello Stato.

La posizione del giudice amministrativo è stata, però, oggetto di critiche da parte della dottrina, che ha evidenziato la fragilità delle argomentazioni addotte a sostegno della natura pubblicistica di Cassa Depositi e Prestiti.

In particolare, si è osservato che l'affermazione secondo cui Cassa Depositi e Prestiti è un soggetto che “*mantiene inalterate funzioni e finalità pubbliche di interesse generale*” non è dirimente, poiché nell'ordinamento italiano sono disciplinate numerose fattispecie che prevedono la partecipazione di soggetti privati al perseguimento di fini pubblici. Ne consegue che il perseguimento di fini pubblici non è di per sé sufficiente per qualificare Cdp s.p.a. come soggetto di natura pubblica.

Non appare risolutiva a tali fini neanche la qualificazione di Cassa Depositi e Prestiti ai sensi dell'art. 1, comma 1-ter, della l. n. 241 del 1990, che estende i principi generali dell'attività amministrativa, previsti dal



comma 1 della medesima disposizione per le pubbliche amministrazioni, anche a soggetti privati preposti all'esercizio di tale attività.

In sostanza il Consiglio di Stato ha evocato “*indici rivelatori della pubblicità, ma non costitutivi di essa*”. In particolare non è costitutiva della natura pubblicistica di Cassa Depositi e Prestiti la sottoposizione al controllo della Corte dei Conti, che è previsto anche per soggetti considerati privati, né la facoltà di avvalersi in giudizio dell'Avvocatura dello Stato che, peraltro, è limitata alle controversie riguardanti la gestione separata.

Sussistono poi due previsioni legislative che sembrano ostare alla qualificazione di Cdp s.p.a. come soggetto pubblico. Dall'art. 5, comma 18, del d.l. n. 269 del 2003 si evince che la Cassa può essere sottoposta alle procedure di amministrazione straordinaria di cui al Titolo IV del t.u.b. recato dal d.lgs. n. 385 del 1993 o “*ad altra procedura concorsuale applicabile*”. La volontà di trasformare Cassa Depositi e Prestiti in un soggetto privato emerge poi dall'art. 5, comma 26, del d.l. n. 269 del 2003, laddove il legislatore, nel disciplinare il regime dei dipendenti della Cassa, significativamente fa riferimento alla “*originaria natura pubblica dell'ente di appartenenza*”<sup>233</sup>.

In definitiva, nel parere n. 8178 del 7 novembre 2012, non appare convincente l'intento del Consiglio di Stato di qualificare Cassa Depositi e Prestiti come un soggetto formalmente privato, ma sostanzialmente pubblico. Tale impostazione si pone in contrasto con la trasformazione del precedente ente pubblico economico in società per azioni, ma anche con le concrete modalità operative di Cdp s.p.a., che agisce come “*any financial intermediary*” e non “*on behalf of government*”<sup>234</sup>.

Sorge quindi il problema di stabilire se Cassa Depositi e Prestiti sia qualificabile come un soggetto non solo formalmente, ma anche sostanzialmente di diritto privato. Numerosi argomenti depongono a favore della natura giuridica privata della Cassa, a seguito della sua trasformazione in società per azioni, come l'assorbimento del sistema di gestione separata in quello di gestione ordinaria, tenuto conto del fatto che la gestione separata è stata istituita ai soli fini contabili e organizzativi, ovvero senza comportare effetti segregativi. Tale qualificazione della Cassa come soggetto privato conduce a metterne in dubbio il riconoscimento come “*ente di natura essenzialmente pubblica*”, operato in via interpretativa dal Tribunale di Roma, sez. X civ., con la decisione del 25 gennaio 2010<sup>235</sup>.

---

<sup>233</sup> K. PECI, *La conversione delle azioni Cassa depositi e prestiti s.p.a.: il parere del Consiglio di Stato*, cit., p. 628.

<sup>234</sup> Si vedano le conclusioni dell'*Edp dialogue visite* dell'Eurostat in Italia, svoltasi il 16 e 17 marzo 2007, § 7.3 *Follow-up of the sector classification of Cdp*, reperibile sul sito internet di Eurostat.

<sup>235</sup> Per un commento critico alla sentenza del Tribunale civile di Roma, sezione X, del 25 gennaio 2010, si veda L. DIOTALLEVI, *Natura giuridica della Cassa Depositi e Prestiti e accertamenti dell'Ufficio tecnico erariale in una sentenza del Tribunale civile di Roma*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 2011, n. 6, pp. 4766 ss.

Sulla base dell'assunto secondo cui si deve escludere che la semplice veste di s.p.a. sia idonea a far venir meno la natura pubblicistica di soggetti che, sotto il controllo dell'azionista pubblico, continuano a essere affidatari di rilevanti interessi pubblici, l'adesione ad un approccio intermedio tra la tesi formalistica sulla natura di soggetto di diritto privato e la tesi sostanzialistica sulla natura di soggetto pubblico porta a qualificare Cdp s.p.a. come *“organismo societario privatistico a configurazione speciale”*. Infatti Cassa Depositi e Prestiti non si configura come un soggetto di natura squisitamente privatistica, poiché conserva una caratterizzazione genuinamente pubblicistica legata alla qualità e alle modalità delle funzioni svolte.

In definitiva la Cassa è un'istituzione che si connota per la sua atipicità. La Corte dei conti, nella relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria di Cassa Depositi e Prestiti per gli esercizi 2011-2012, ha affermato che Cdp s.p.a. è *“non solo una società controllata dallo Stato in ragione della titolarità della maggioranza delle azioni che ne compongono il capitale, ma anche una società di diritto speciale”* nel senso chiarito dalla Corte costituzionale nella sentenza n. 466 del 1993, laddove la stessa sopravvivenza del controllo pubblico *ex art. 12 della l. n. 259 del 1958* consegue al riconoscimento della natura differenziata e speciale della società, al pari di quanto avviene con riguardo a tutte quelle sorte dalla trasformazione degli enti pubblici economici<sup>236</sup>.

Allo stato la qualificazione giuridica di Cassa Depositi e Prestiti appare dunque controversa, data la commistione tra natura pubblica di amministrazione e natura privata di società di cui essa è intrinsecamente permeata: tuttavia, la costante tensione tra finalità di interesse generale e scopo di lucro che ne discende non vale a inficiare, bensì a esaltare la centralità di questa figura intorno alla quale si sta giocando una partita decisiva del nuovo capitalismo di Stato in Italia.

## **7.2. L'impatto del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica su Cdp s.p.a.**

Da ultimo è necessario valutare l'impatto del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica<sup>237</sup>, di cui al d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, su Cassa Depositi e Prestiti.

---

<sup>236</sup> Corte dei conti, *Determinazione e relazione della Sezione del controllo sugli enti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Cassa depositi e prestiti S.p.A. per gli esercizi 2011-2012*, determinazione n. 39/2014 del 16 maggio 2014, p. 8.

<sup>237</sup> Il Testo unico sulle società a partecipazione pubblica persegue come principale obiettivo la riduzione delle società pubbliche e l'individuazione dei criteri qualitativi e quantitativi che presidono alla loro razionalizzazione. Sulla consistenza delle partecipazioni possedute direttamente o indirettamente dalle amministrazioni pubbliche, risultante dalla banca dati pubblicata dal Dipartimento del Tesoro, si veda Senato della Repubblica, Ufficio Valutazione Impatto, *I dati sulle società partecipate pubbliche: molto fatto, molto da fare*, Documento di Analisi n. 9, settembre 2017, 7, disponibile in [www.senato.it](http://www.senato.it)

A tale scopo è necessario fare riferimento alle disposizioni recanti indicazione dell'oggetto e dell'ambito di applicazione del richiamato Testo unico, contenute nell'art. 1, e alle norme volte a definire condizioni e limiti delle partecipazioni pubbliche, dettate dall'art. 4.

L'art. 1, comma 4, lett. a), del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica stabilisce che restano ferme “*le specifiche disposizioni, contenute in leggi o regolamenti governativi o ministeriali, che disciplinano società a partecipazione pubblica di diritto singolare costituite per l'esercizio della gestione di servizi di interesse generale<sup>238</sup> o di interesse economico generale<sup>239</sup> o per il perseguimento di una specifica missione di pubblico interesse*”.

Ciò comporta che, qualificandosi Cassa Depositi e Prestiti come una società a partecipazione pubblica di diritto singolare che adempie a una specifica missione di pubblico interesse, restano ferme le norme contenute nel d.l. n. 269 del 2003, convertito nella l. n. 326 del 2003, che disciplinano la costituzione e il funzionamento di Cdp s.p.a., con la conseguente non applicabilità alla stessa del Testo Unico sulle società a partecipazione pubblica<sup>240</sup>.

Il Consiglio di Stato, nell'Adunanza della Commissione Speciale del 16 marzo 2016, (num. aff. 438/2016), chiamata a esprimere un parere sullo schema di decreto legislativo recante il Testo unico sulle società a partecipazione pubblica, aveva osservato, con riguardo al citato art. 1, comma 4, lett. a), come sul piano formale la locuzione “diritto singolare” fosse superflua ed eliminabile<sup>241</sup>. Nella formulazione definitiva della disposizione, il Governo non ha accolto l'osservazione del Consiglio di Stato, ritenendo che fosse necessario mantenere il suddetto riferimento per esplicitare che sono fatte salve le norme di singole società, quali ad esempio Cassa Depositi e Prestiti s.p.a.<sup>242</sup>.

---

<sup>238</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. h), del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica i “servizi di interesse generale” si definiscono quali “*attività di produzione e fornitura di beni o servizi che non sarebbero svolte dal mercato senza un intervento pubblico o sarebbero svolte a condizioni differenti in termini di accessibilità fisica ed economica, continuità, non discriminazione, qualità e sicurezza, che le amministrazioni pubbliche, nell'ambito delle rispettive competenze, assumono come necessarie per assicurare la soddisfazione dei bisogni della collettività, così da garantire l'omogeneità dello sviluppo e la coesione sociale*”.

<sup>239</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. i), del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica i “servizi di interesse economico generale” si definiscono quali “*servizi di interesse generale erogati o suscettibili di essere erogati dietro corrispettivo economico su un mercato*”.

<sup>240</sup> S. SCREPANTI, *La riforma delle società a partecipazione pubblica. Le novità del Testo Unico*, in Cassa Depositi e Prestiti, *Rapporto sulla Finanza locale*, agosto 2016, p. 20.

<sup>241</sup> Nel merito il Consiglio di Stato ha rilevato che le società di diritto singolare si identificherebbero con quelle società disciplinate *ad hoc* da una specifica legge e ha evidenziato che la previsione contenuta nel comma 4 dell'art. 1 del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica risponderebbe all'esigenza di conservare, nel passaggio dal vecchio al nuovo sistema, talune società pubbliche costituite per legge, *ex novo* o a seguito di trasformazione di enti pubblici economici, per l'esercizio della gestione di servizi di interesse generale o di interesse economico generale.

<sup>242</sup> Sul punto si veda M. MESCHINO – A. LALLI, *Le società partecipate dopo la riforma Madia. Commento organico al D.Lgs. 19 agosto 2016, n. 175*, Roma, 2017, p. 141.

Nel medesimo parere il Consiglio di Stato, sempre con riguardo all'art. 1, comma 4, lett. a), del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica, ha riscontrato le seguenti criticità:

- non piena conformità al criterio di delega, finalizzato al riordino, in unico contesto legislativo, di tutte le diverse discipline speciali;
- mancanza di idonei criteri di identificazione della normativa fatta salva;
- indebolimento del principio secondo cui le società pubbliche devono essere costituite per atto della pubblica amministrazione, ai sensi dell'art. 5, comma 1<sup>243</sup>.

Il Consiglio di Stato ha suggerito, nell'ipotesi in cui si ritenga opportuno mantenere la suindicata norma di cui all'art. 1, comma 4, lett. a), di tener conto che

- “- sarebbe necessario limitare la deroga soltanto alle disposizioni contenute in ‘leggi’ e non anche in fonti di rango inferiore;
- si dovrebbe chiarire quale sia la disciplina ad esse applicabile, in quanto la norma in esame fa salve le singole disposizioni normative che riguardano una determinata società ma, qualora tale disciplina non sia esaustiva, sarebbe necessario chiarire che ‘si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni generali contenute nel Testo Unico’<sup>244</sup>;
- sarebbe necessario effettuare, anche dopo l'entrata in vigore del Testo Unico, una ricognizione puntuale di tali società, almeno di quelle a partecipazione pubblica statale e della relativa parte di disciplina, anche allo scopo di procedere ad una armonizzazione dei relativi regimi giuridici, evitando il rischio di una vanificazione delle finalità di semplificazione perseguite dal legislatore;
- si dovrebbe indicare un termine massimo di durata di tale regime derogatorio”<sup>245</sup>.

---

<sup>243</sup> L'art. 5, comma 1, del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, stabilisce che “A eccezione dei casi in cui la costituzione di una società o l'acquisto di una partecipazione, anche attraverso aumento di capitale, avvenga in conformità a espresse previsioni legislative, l'atto deliberativo di costituzione di una società a partecipazione pubblica, anche nei casi di cui all'art. 17, o di acquisto di partecipazioni, anche indirette, da parte di amministrazioni pubbliche in società già costituite deve essere analiticamente motivato con riferimento alla necessità della società per il perseguimento delle finalità istituzionali di cui all'art. 4, evidenziando, altresì, le ragioni e le finalità che giustificano tale scelta, anche sul piano della convenienza economica e della sostenibilità finanziaria, nonché di gestione diretta o esternalizzata del servizio affidato. La motivazione deve anche dare conto della compatibilità della scelta con i principi di efficienza, di efficacia e di economicità dell'azione amministrativa”.

<sup>244</sup> In proposito va segnalato che non sono state accolte le osservazioni della V Commissione (Bilancio, tesoro e programmazione) della Camera dei Deputati e della I<sup>a</sup> Commissione (Affari costituzionali) del Senato della Repubblica che, in linea con quanto proposto dal Consiglio di Stato, ha sottolineato l'opportunità di precisare, alla lett. a) del comma 4 dell'art. 1, che, qualora la disciplina specifica applicabile alla singola società non sia esaustiva, si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni generali del Testo unico. Ciò in base alla considerazione che la suddetta applicazione delle disposizioni generali costituisce un'interpretazione obbligata dall'esistenza dello stesso Testo unico, che detta appunto la disciplina generale per le società a partecipazione pubblica. Per quanto non derogato da disposizioni di diritto singolare si applicano quindi le norme del Testo unico, che sono speciali rispetto a quelle di diritto privato. Sul punto si veda Senato della Repubblica, Dossier n. 322/1, *Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica*, Atto del Governo n. 297-bis, luglio 2016, p. 4.

<sup>245</sup> Senato della Repubblica, Dossier n. 322, Servizio Studi. *Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica*. Atto del Governo n. 297, maggio 2016, p. 10.

L'esclusione di Cassa Depositi e Prestiti dall'applicazione del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica discende anche dalla circostanza che l'art. 1, comma 5, del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, prevede che le disposizioni in esso contenute si applicano, solo se espressamente previsto, alle società quotate<sup>246</sup>, come definite dall'art. 2, comma 1, lett. p), in cui si precisa che *“Ai fini del presente decreto si intendono per «società quotate»: le società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati; le società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati”*<sup>247</sup>.

Come osservato dal Consiglio di Stato nel parere dell'Adunanza della Commissione speciale del 16 marzo 2016 (num. aff. 438/2016), la norma è coerente con il principio, accolto dal sistema positivo vigente, secondo cui per le società quotate in mercati regolamentati opera interamente un regime di mercato.

Ebbene Cdp s.p.a., nella misura in cui ha emesso, alla data del 31 dicembre 2015, obbligazioni, cioè strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati, si qualifica come una società quotata, per la quale, non essendo espressamente prevista l'applicazione delle disposizioni contenute nel Testo unico sulle società a partecipazione pubblica, è esclusa l'applicabilità di tale provvedimento.

Un ulteriore elemento che giova a favore dell'esclusione per Cassa Depositi e Prestiti dell'applicabilità del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica è da rintracciare nell'art. 4, comma 9, del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, il quale stabilisce che con apposito decreto del Presidente del Consiglio dei ministri – adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze o dell'organo di vertice dell'amministrazione partecipante, e motivato con riferimento alla misura e alla qualità della partecipazione pubblica, agli interessi pubblici ad essa connessi e al tipo di attività svolta, riconducibile alle finalità di cui al comma 1<sup>248</sup> – può essere deliberata l'esclusione totale o parziale dell'applicazione delle disposizioni del presente articolo a singole società a partecipazione pubblica anche

---

<sup>246</sup> In proposito si è osservato che la previsione recata dall'art. 1, comma 5, del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica contribuisce a semplificare il quadro normativo, evitando - come è accaduto finora - di dover escludere di volta in volta le società quotate dall'applicazione delle singole disposizioni. Sul punto si veda Senato della Repubblica, Servizio Studi, Dossier n. 322, *Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica*. Atto del Governo n. 297, maggio 2016, p. 11, nt. 11.

<sup>247</sup> Nel parere reso dalla Conferenza unificata sullo schema di decreto legislativo recante il Testo unico sulle società a partecipazione pubblica è confluita la richiesta, avanzata unitariamente dalla Conferenza delle Regioni, dall'ANCI (Associazione Nazionale Comuni Italiani) e dall'UPI (Unione Province d'Italia), di evitare, nella definizione di “società quotate”, di operare la differenziazione tra società emittenti azioni e società emittenti strumenti finanziari diversi dalle azioni ancorata al limite temporale del 31 dicembre 2015. Sul punto si veda Senato della Repubblica, Servizio Studi, Dossier n. 322, *Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica*. Atto del Governo n. 297, maggio 2016, p. 12.

<sup>248</sup> L'art. 4, comma 1, del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, stabilisce un limite di carattere generale, prevedendo che le società a totale o parziale partecipazione pubblica devono avere per oggetto attività di produzione di beni e servizi strettamente necessarie per il perseguimento delle finalità istituzionali dell'ente partecipante.

allo scopo di agevolare la quotazione ai sensi dell'art. 18<sup>249</sup>. Inoltre si prevede la trasmissione del suddetto decreto alle Camere ai fini della comunicazione alle commissioni parlamentari competenti<sup>250</sup>.

Sul punto il Consiglio di Stato, nel parere reso dalla Commissione Speciale (num. aff. 438/2016), sullo schema di decreto legislativo recante il Testo unico sulle società a partecipazione pubblica, nel ritenere “*necessario che venga rispettato il principio di legalità sostanziale*”, ha rilevato che occorre “*che le precise condizioni per l'esercizio del potere [di deliberare l'esclusione dall'applicabilità della normativa a talune società] siano poste nella norma primaria e cioè nel presente decreto delegato*”.

In particolare si è indicato quale criterio – che avrebbe consentito di indirizzare l'attività governativa e al contempo contribuito a chiarire quale sarebbe stata la norma applicabile una volta sancita l'esclusione della società dal perimetro applicativo della riforma – quello di fare salva esclusivamente la disciplina delle società per le quali si ritenga che le deroghe poste dallo stesso Testo unico alla disciplina privatistica non abbiano ragione d'essere. L'esercizio del potere di deliberare l'esclusione dall'applicabilità della normativa di riforma per talune società avrebbe dovuto, pertanto, rendere sempre applicabile il regime ordinario civilistico e non altre regole speciali o derogatorie, che, comunque, non sarebbero potute essere introdotte con una fonte non legislativa.

Inoltre si è sottolineato come utili indici sintomatici della idoneità delle società a partecipazione pubblica ad essere escluse, in parte, dall'applicazione del Testo unico avrebbero potuto essere, tra gli altri, la virtuosità finanziaria, lo svolgimento di attività d'impresa per il perseguimento di rilevanti interessi pubblici, l'aver conseguito affidamenti in base a procedure competitive.

---

<sup>249</sup> L'art. 18 del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, rubricato “*Quotazione di società a controllo pubblico in mercati regolamentati*”, stabilisce, al comma 1, che le società controllate da una o più amministrazioni pubbliche possono quotare azioni o altri strumenti finanziari in mercati regolamentati, a seguito di deliberazione adottata ai sensi dell'art. 5, comma 1, secondo le modalità di cui all'art. 7, comma 1. L'atto deliberativo prevede uno specifico programma avente ad oggetto il mantenimento o la progressiva dismissione del controllo pubblico sulla società quotata. Al comma 2 si dispone che l'atto deliberativo, avente ad oggetto la richiesta di ammissione alla quotazione, è adottato con le modalità di cui all'art. 7, comma 1. Al comma 3 si stabilisce poi che è fatta salva la possibilità di quotazione in mercati regolamentati di società a partecipazione pubblica singolarmente individuate, soggette a regimi speciali in base ad apposite norme di legge.

<sup>250</sup> Nella previsione di cui ai primi due periodi del comma 9 dell'art. 4 del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, è stata riformulata - in accoglimento delle indicazioni del Consiglio di Stato sull'A.G. n. 297 - la disposizione originariamente collocata nell'ultimo comma dell'art. 1 del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica. In particolare è stato precisato che l'attività svolta dalle società escluse deve essere riconducibile alle finalità di cui al comma 1. Inoltre, in accoglimento delle condizioni poste dalle Commissioni parlamentari (1<sup>a</sup> Commissione del Senato della Repubblica e V Commissione della Camera dei Deputati) sull'A.G. n. 297, è stato previsto che il d.p.c.m. sia trasmesso alle Camere per la comunicazione alle Commissioni parlamentari competenti, alle quali non è tuttavia richiesto di esprimere il proprio parere. Sul punto si veda Senato della Repubblica, Scheda di lettura n. 475, Servizio Studi. *Schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive al decreto legislativo n. 175 del 2016, (TU società partecipate. Atto del Governo n. 404)*, p. 46.

Il Consiglio di Stato ha altresì rilevato come l'esercizio di tale potere non avrebbe potuto determinare l'esclusione totale delle società individuate dall'ambito applicativo del Testo unico, in quanto in ogni caso l'esclusione non poteva prescindere dall'applicazione almeno di alcuni principi generali, quali, ad esempio, quello relativo al "vincolo di scopo" sancito dal primo comma dell'art. 4<sup>251</sup>.

Nel testo definitivo del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, è stato recepito soltanto quest'ultimo rilievo del Consiglio di Stato e non anche gli altri sopra esposti. In sostanza, al fine di evitare che il Governo svuotasse l'ambito di applicazione del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica tramite una serie di decreti, innescando di fatto una nuova situazione di disordine normativo, si è optato per una limitazione dell'esclusione. Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri si possono, infatti, sottrarre singole società dall'applicazione di un solo articolo, cioè dell'art. 4 del d.lgs. n. 175 del 2016, come modificato e integrato dal d.lgs. n. 100 del 2017, che disciplina le uniche finalità perseguibili mediante l'acquisizione e la gestione di partecipazioni pubbliche<sup>252</sup>.

Nel parere rilasciato in sede di Adunanza della Commissione speciale dell'8 marzo 2017 (num. aff. 335/2017), sullo schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive al Testo unico sulle società a partecipazione pubblica, il Consiglio di Stato ha ribadito le perplessità, già manifestate in sede consultiva sull'A.G. n. 297, circa "una possibile violazione del principio di legalità", in assenza di criteri normativi idonei a fungere da "parametro di riferimento nell'esercizio del predetto potere" attribuito all'Esecutivo di escludere specifiche società a partecipazione pubblica dall'applicazione delle disposizioni di cui all'art. 4 del Testo Unico e "la dubbia sussistenza di un fondamento nella legge delega" di tale potere<sup>253</sup>.

Un'ulteriore argomentazione che porta a collocare Cassa Depositi e Prestiti fuori dall'ambito di applicazione del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica è da individuare nella circostanza che Cdp s.p.a. ha una connotazione privatistica, in quanto essa svolge attività di impresa in regime di mercato<sup>254</sup>. Sotto questo profilo l'esclusione di Cassa Depositi e Prestiti dall'applicabilità della nuova disciplina sulle società pubbliche avvalorata la tesi della natura non solo formalmente ma anche sostanzialmente privata di Cdp s.p.a., secondo cui la trasformazione in società per azioni si rifletterebbe sul piano dell'operatività della Cassa, comportandone appunto la riqualificazione come "Market Unit".

---

<sup>251</sup> Senato della Repubblica, Servizio Studi, Dossier n. 322, *Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica*. Atto del Governo n. 297, p. 12.

<sup>252</sup> S. SCREPANTI, *La riforma delle società a partecipazione pubblica. Le novità del Testo Unico*, in Cassa Depositi e Prestiti, *Rapporto sulla Finanza locale*, agosto 2016, p. 20.

<sup>253</sup> Senato della Repubblica, Servizio Studi, Scheda di lettura n. 475, *Schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive al decreto legislativo n. 175 del 2016 (TU società partecipate*. Atto del Governo n. 404), p. 46.

<sup>254</sup> S. SCREPANTI, *La riforma delle società a partecipazione pubblica. Le novità del Testo Unico*, in Cassa Depositi e Prestiti, *Rapporto sulla Finanza locale*, agosto 2016, p. 20.

L'esclusione per Cassa Depositi e Prestiti dell'applicabilità del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica si giustifica alla luce della necessità di una differenziazione della regolamentazione che è imposta dalla specialità della natura di Cdp s.p.a. e che esige di distinguerne la posizione nell'ambito delle società a partecipazione pubblica<sup>255</sup>.

## Bibliografia

- E. BANI, *La Cassa depositi e prestiti S.p.a. di diritto singolare*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Vol. I, Padova, 2010, pp. 269 ss.
- V. BARNATO, *La ristrutturazione della Cassa depositi e prestiti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1986, n. 4, pp. 1084 ss.
- F. BASSANINI, *La nuova missione della Cassa Depositi e Prestiti (d.l. 31 marzo 2011, n. 34) e la definizione delle sue "regole di ingaggio": primi elementi di valutazione*, in *Astrid Rassegna*, n. 8/2011, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu)
- F. BASSANINI, *La Cassa Depositi e Prestiti nell'economia sociale di mercato*, in *Astrid Rassegna*, n.4/2012, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu), pp. 1 ss.
- F. BASSANINI, *Presentazione*, in M. DE CECCO – G. TONIOLO (a cura di), *Storia della Cassa depositi e prestiti. Un nuovo corso: la società per azioni*, Roma-Bari, 2014, pp. V ss.
- F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *L'industria*, luglio-settembre 2015, n. 3, pp. 435 ss.
- F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Astrid Rassegna*, n. 8/2015, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu), pp. 1 ss.
- F. BASSANINI, *La "mutazione" della Cassa Depositi e Prestiti: bilancio di un quinquennio (2009-2015)*, in *Astrid Rassegna*, n.14/2015, disponibile su [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu), pp. 1 ss.
- S. BATTILOSSI, *Dalla ricostruzione agli anni Novanta*, in M. DE CECCO – G. TONIOLO (a cura di), *Storia della Cassa Depositi e Prestiti. Dalle origini alla fine del Novecento*, Roma-Bari, 2014, pp. 287 ss.
- C. BRESCIA MORRA, *La Cassa Depositi e Prestiti: una nuova banca d'affari pubblica?*, 2011, in [www.nelmerito.com](http://www.nelmerito.com)
- F. Capriglione, *Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante*, in *Aperta Contrada*, 3 maggio 2016, pp. 1 ss., disponibile su [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it)
- M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012
- S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2012
- V. CERULLI IRELLI, *Impresa Pubblica, fini sociali, servizi di interesse generale*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2006, pp. 747 ss.
- G. CHESINI, *Cassa depositi e prestiti. Un 'nuovo' intermediario nel sistema finanziario italiano?*, in L. MUNARI (a cura di), *Attualità e prospettive negli studi di economia dei mercati e degli intermediari finanziari*, Parma, 2006, pp. 377-403.
- P. CIOCCA, *Storia dell'IRI. 6.- L'IRI nell'economia italiana*, Roma-Bari, 2015
- D. COLACCINO, *La dismissione e razionalizzazione di partecipazioni societarie dello Stato*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2012, n. 12, pp. 1189 ss.
- D. COLACCINO, *Dallo Stato Azionista allo Stato Investitore: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Rapporto Irpa 1/2015, Napoli, 2015, pp. 123 ss.

<sup>255</sup> Peraltro le medesime motivazioni sono alla base dell'esclusione dall'applicazione del Testo Unico sulle società a partecipazione pubblica delle società finanziarie regionali, che rientrano tra quelle elencate nell'allegato A al d.lgs. n. 175 del 2016, come emendato dal d.lgs. n. 100 del 2017, alle quali, come espressamente previsto dall'art. 26, co. 2, del medesimo Testo Unico, non si applica l'art. 4 dello stesso. Al riguardo si rinvia in questo volume a G. TULINO, *Le società finanziarie regionali nel contesto della riforma delle società partecipate pubbliche*.



- M. Colombo – S. Screpanti, *Il ruolo di CDP come Istituto Nazionale di Promozione. Fondi SIE e risorse del Piano Juncker: potenzialità e sinergie anche per gli investimenti locali*, in Ifel Fondazione Anci, Istituto per la Finanza e l'Economia Locale, *Strumenti finanziari per gli investimenti pubblici nella Politica di coesione 2014-2020*, Roma, 2016, pp. 237-247.
- L. CONTE, *Amministrare il risparmio: la Cassa depositi e prestiti da azienda a impresa-organo del Ministero del Tesoro, 1850-1913*, in M. DE CECCO – G. TONIOLO (a cura di), *Storia della Cassa Depositi e Prestiti. Dalle origini alla fine del Novecento*, Roma-Bari, 2001, pp. 91 ss.
- R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, V ed., Bologna, 2012
- R. COSTI – M. MESSORI, *Per lo sviluppo. Un capitalismo senza rendite e con capitale*, Bologna, 2005
- G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 1999, n. 12, pp. 1147 ss.
- G. DELLA CANANEA, *La società per azioni Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2004, n. 4, pp. 366 ss.
- G. DELLA CANANEA, *Legge collegata alla finanziaria: beni pubblici e Cassa Depositi e Prestiti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2004, n. 4, pp. 358 ss.
- M.G. DELLA SCALA, *Società per azioni e Stato imprenditore*, Napoli, 2012.
- M.G. DELLA SCALA, *Le società a partecipazione statale: "società-imprese" ed enti pubblici in forma societaria. Profili di disciplina applicabile*. Report annuale 2013-Italia, (Settembre 2013), in *Ius Publicum Network Review*, disponibile su [www.ius-publicum.com](http://www.ius-publicum.com), pp. 1 ss.
- M.G. DELLA SCALA, *La società per azioni in mano statale: fini generali e "logica dell'imprenditore privato in un'economia di mercato"*, in *Aperta Contrada*, 18 settembre 2013, disponibile su [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it), pp. 1 ss.
- T. DI NITTO, *Cassa Depositi e Prestiti*, in S. CASSESE (a cura di), *Dizionario di Diritto Pubblico*, 2006, Milano, pp. 806 ss.
- L. DIOTALLEVI, *Natura giuridica della Cassa Depositi e Prestiti e accertamenti dell'Ufficio tecnico erariale in una sentenza del Tribunale civile di Roma*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 2011, n. 6, pp. 4766 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*, dicembre 2015, n. 2, pp. 367 ss.
- P. DONGILI, *Uno strumento della politica economica: la Cassa depositi e prestiti*, in *Economia Pubblica*, 1990, pp. 627 ss.
- G. FALCONE, *Il nuovo ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Enti pubblici*, 2002, n. 2, pp. 77 ss.
- G.C. FILIPPI, *La Cassa depositi e prestiti: 150 anni di storia*, Quaderno monografico della Cassa depositi e prestiti, Roma, 1998.
- F. Fioravanti, *Fondo Atlante Bancario. Tra salvataggio pubblico e intervento dei privati*, in *Amministrazione in Cammino*, 18 ottobre 2016, pp. 1 ss., disponibile su <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2016/10/Fioravanti>
- L. FIORENTINO, *Gli interventi a sostegno delle politiche infrastrutturali e di sviluppo*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2002, n. 2, pp. 224 ss.
- G. FORTUNATO, *La Cassa Depositi e Prestiti: un mostro tentacolare e misterioso*, in *Tribunali Amministrativi Regionali*, 1991, pp. 193 ss.
- M.S. GIANNINI, *Le imprese pubbliche in Italia*, in *Rivista delle società*, 1958, pp. 227-276.
- M. GIUSTI, *Fondamenti di diritto dell'economia*, Padova, 2005
- M. LOTTINI, *La Cassa Depositi e Prestiti come agenzia?*, in *Il Foro amministrativo T.A.R.*, 2002, n. 4, pp. 1405 ss.
- M. MACCHIA, *I diritti sociali e lo Stato azionista. Il finanziamento delle reti di nuova generazione da parte della Cassa Depositi e Prestiti*, in P. BONETTI – A. CARDONE – A. CASSATELLA – F. CORTESE – A. DEFFENU – A. GUAZZAROTTI (a cura di), *Spazio della tecnica e spazio del potere nella tutela dei diritti sociali*, Roma, 2014, p. 943 ss.
- M. MACCHIA, *La Cassa Depositi e Prestiti tra i diritti e le reti di nuova generazione*, in *Munus. Rivista giuridica dei servizi pubblici*, 2014, n. 1, pp. 85-104.
- M. MACCHIA, *Le dimensioni del fenomeno*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Rapporto Irpa 1/2015, Napoli, 2015, pp. 19 ss.
- A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero "ai posteri l'ardua sentenza"*, in *Mercato concorrenza regole*, agosto 2013, n. 2, pp. 287 ss.
- V. MALITESTA, *Sulla natura giuridica della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1998, n. 1, pp. 145 ss.
- M. Meschino – A. Lalli, *Le società partecipate dopo la riforma Madia. Commento organico al D.Lgs. 19 agosto 2016, n. 175*, Roma, 2017

- F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, in *Mercato concorrenza Regole*, agosto 2004, n. 2, pp. 355 ss.
- G. NAPOLITANO, *Le società "pubbliche" tra vecchie e nuove tipologie*, in *Rivista delle Società*, 2006, pp. 999 ss.
- A. NINNI, *La Cassa Depositi e Prestiti: il ritorno dello Stato-Guida (e oltre) in politica industriale*, in *Economia e Politica Industriale*, 2013, n. 3, pp. 141 ss.
- K. PECCI, *La conversione delle azioni Cassa depositi e prestiti s.p.a.: il parere del Consiglio di Stato*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2013, n. 6, pp. 623 ss.
- G.B. PORTALE, *Fondazioni «bancarie» e diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2005, n. 1, pp. 23 ss.
- R. RINALDI, *Cassa depositi e prestiti*, in *Enciclopedia giuridica*, V, Roma, Treccani, 1988, p. 3.
- F. RUSSOLILLO (a cura di), *Fra Stato e Mercato*, Fondazione Cesifin Alberto Predieri, 2017, disponibile su [www.cesifin.it](http://www.cesifin.it)
- M.T. SALVEMINI, *La Cassa depositi e prestiti, appunti per una discussione*, Milano, 1978
- M.T. SALVEMINI, *Elementi per una valutazione della trasformazione della Cassa depositi e prestiti in SPA (art. 5 d.l. 30 settembre 2003, n. 269). I dati di partenza e i problemi*, in [www.servizi locali.com](http://www.servizi locali.com)
- M.T. SALVEMINI, *La posizione della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, dicembre 2015, n. 4, pp. 681 ss.
- S. SCREPANTI, *Le regole speciali delle società partecipate*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Rapporto Irpa 1/2015, Napoli, 2015, pp. 63 ss.
- S. Screpanti, *La riforma delle società a partecipazione pubblica. Le novità del Testo Unico*, in *Cassa Depositi e Prestiti, Rapporto sulla Finanza locale*, agosto 2016, pp. 17-27.
- S. SIMONE, *Cassa Depositi e Prestiti: organismo di diritto pubblico?*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, n. 2, pp. 160 ss.
- V. ZAMAGNI, *Il credito all'industria*, in *Storia d'Italia, Annali*, 23, 2008, pp. 765 ss.