L'intervento pubblico nell'economia come strumento di sicurezza e di sviluppo

a cura di
Fulvio Cortese, Francesco Dalla Balla



FrancoAngeli

STUDI DI DIRITTO PUBBLICO

Collana diretta da **Roberto Bin**, **Fulvio Cortese** e **Aldo Sandulli**
coordinata da **Simone Penasa** e **Andrea Sandri**

REDAZIONE
Chiara Bergonzini, Fabio Di Cristina, Angela Ferrari Zumbini, Stefano Rossi

La Collana promuove la rivisitazione dei paradigmi disciplinari delle materie pubblicistiche e l'approfondimento critico delle nozioni teoriche che ne sono il fondamento, anche per verificarne la persistente adeguatezza.
A tal fine la Collana intende favorire la dialettica interdisciplinare, la contaminazione stilistica, lo scambio di approcci e di vedute: poiché il diritto costituzionale non può estraniarsi dall'approfondimento delle questioni delle amministrazioni pubbliche, né l'organizzazione e il funzionamento di queste ultime possono ancora essere adeguatamente indagati senza considerare l'espansione e i modi di interpretazione e di garanzia dell'effettività dei diritti inviolabili e delle libertà fondamentali. In entrambe le materie, poi, il punto di vista interno deve integrarsi nel contesto europeo e internazionale.
La Collana, oltre a pubblicare monografie scientifiche di giovani o affermati studiosi (**STUDI E RICERCHE**), presenta una sezione (**MINIMA GIURIDICA**) di saggi brevi destinata ad approfondimenti agili e trasversali, di carattere propriamente teorico o storico-culturale con l'obiettivo di sollecitare anche gli interpreti più maturi ad illustrare le specificità che il ragionamento giuridico manifesta nello studio del diritto pubblico e le sue più recenti evoluzioni.
La Collana, inoltre, ospita volumi collettanei (sezione **SCRITTI DI DIRITTO PUBBLICO**) volti a soddisfare l'esigenza, sempre più avvertita, di confronto tra differenti saperi e di orientamento alla lettura critica di problemi attuali e cruciali delle discipline pubblicistiche.
La Collana si propone di assecondare l'innovazione su cui si è ormai incamminata la valutazione della ricerca universitaria. La comunità scientifica, infatti, sente oggi l'esigenza che la valutazione non sia più soltanto un compito riservato al sistema dei concorsi universitari, ma si diffonda come responsabilità dell'intero corpo accademico.
Tutti i volumi, pertanto, saranno soggetti ad un'accurata procedura di valutazione, adeguata ai criteri fissati dalle discipline di riferimento.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660



Il presente volume è pubblicato in open access, ossia il file dell'intero lavoro è liberamente scaricabile dalla piattaforma **FrancoAngeli Open Access** (http://bit.ly/francoangeli-oa).

FrancoAngeli Open Access è la piattaforma per pubblicare articoli e monografie, rispettando gli standard etici e qualitativi e la messa a disposizione dei contenuti ad accesso aperto. Oltre a garantire il deposito nei maggiori archivi e repository internazionali OA, la sua integrazione con tutto il ricco catalogo di riviste e collane FrancoAngeli massimizza la visibilità, favorisce facilità di ricerca per l'utente e possibilità di impatto per l'autore.

Per saperne di più: Pubblica con noi

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

L'intervento pubblico nell'economia come strumento di sicurezza e di sviluppo

a cura di
Fulvio Cortese, Francesco Dalla Balla

FRANCOANGELI

Scritti di
Diritto Pubblico

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

La presente pubblicazione è finanziata nell'ambito del bando PRIN 2020, progetto "RE.S.TO.R.E. - Recovering the State Towards a Reformed Economy" (2020MLYXR5) – CUP E63C22000640005.

Isbn edizione cartacea: 9788835175636

La versione digitale del volume è pubblicata sul sito *www.francoangeli.it*

Isbn e-book Open Access: 9788835190660

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Pubblicato con licenza *Creative Commons*
Attribuzione-Non Commerciale-Non opere derivate 4.0 Internazionale
(CC-BY-NC-ND 4.0).
Sono riservati i diritti per Text and Data Mining (TDM), AI training e tutte le tecnologie simili.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore.
L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito
https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.it

Indice

Le sfide dell'intervento pubblico in economia, di *Fulvio Cortese, Francesco Dalla Balla* pag. 9

Sezione I
Sicurezza nazionale e sicurezza economica: tra diritto interno, diritto internazionale e diritto dell'Unione europea

L'evoluzione della sicurezza economica dell'Unione europea tra integrazione normativa e sovranità statale, di *Antonino Alì* » 27
1. Introduzione *(27)* - 2. L'adozione di strumenti dell'UE nel campo della sicurezza economica *(28)* - 3. Verso una sicurezza economica dell'UE *(31)* - 4. La comunicazione congiunta del giugno 2023 sulla Strategia europea per la sicurezza economica *(33)* - 5. Il pacchetto di misure di sicurezza economica del gennaio 2024 *(34)* - 6. Una strategia già da ricalibrare: l'urgenza di un aggiornamento della Strategia europea del giugno 2023 *(36)* - 7. Riflessioni conclusive sulla sicurezza economica dell'UE e la responsabilità degli Stati membri nel campo della sicurezza nazionale *(39)*

La disciplina delle sovvenzioni estere con effetto distorsivo nell'UE, di *Amelia Fiore* » 43
1. Introduzione *(43)* - 2. Verso l'adozione del Regolamento UE sulle sovvenzioni estere: tra tutela della concorrenza e sfide glo-

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

bali *(47)* - 3. Gli aspetti procedurali del Regolamento UE sulle sovvenzioni estere *(50)* - 4. Le prime applicazioni pratiche del Regolamento UE sulle sovvenzioni estere *(53)* - 5. Conclusioni *(58)*

L'esperienza applicativa del Golden Power tra tutela dell'interesse nazionale e principi di mercato, di *Aurelio Mirone* pag. 61
1. Il passaggio dal d.l. n. 332 del 1994 al d.l. n. 21 del 2012 *(61)* - 2. La capacità d'incidenza dei poteri speciali sulla gestione dell'impresa *(63)* - 3. I rapporti con l'ordinamento UE *(65)* - 4. La discrezionalità nell'esercizio dei poteri speciali e il filtro giurisdizionale *(67)* - 5. Le diverse fattispecie regolate dalla normativa *(70)* - 6. Alcuni profili di coordinamento con le nozioni del diritto societario *(72)* - 7. Criticità dell'apparato sanzionatorio in chiave privatistica *(74)* - 8. Conclusioni *(75)*

Sezione II
Stato e impresa tra politiche di sviluppo e concorrenza

Il rapporto tra Stato e impresa nell'evoluzione della politica industriale, di *Andrea Averardi* » 81
1. Una premessa: ragionare di politica industriale, oggi *(81)* - 2. Una questione non solo definitoria *(83)* - 3. Il quadro del passato più recente *(87)* - 4. Spinte e controspinte: le contraddizioni attuali *(91)*

Le trasformazioni dei modelli organizzativi nel rapporto fra Stato e impresa, di *Marco Bombardelli* » 101
1. Il quadro di riferimento: le trasformazioni in corso nei due termini del rapporto *(101)* - 2. La collocazione tradizionale dell'impresa nel disegno dell'organizzazione amministrativa *(106)* - 3. Il superamento dell'impostazione tradizionale *(112)* - 4. Per una diversa collocazione del modello dell'impresa nell'organizzazione amministrativa *(122)* - 4.1. Alcuni presupposti da rivedere *(122)* - 4.2.Una diversa prospettiva di rilevanza del mercato *(125)* - 4.3. Le conseguenze per il modello organizzativo dell'impresa pubblica *(129)*

La disciplina europea in materia di aiuti di Stato in tempo di crisi tra regimi derogatori e possibili adattamenti dei criteri tradizionali, di *Silvia Pellizzari* » 137
1. Introduzione: i recenti interventi pubblici a sostegno dell'economia e la rilevanza della disciplina europea in materia di aiuti di Stato *(137)* - 2. Aiuti di Stato e sostegno all'impresa tra tutela della concor-

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

renza ed esigenze di sviluppo negli interventi più recenti di promozione industriale e contrasto alla crisi *(144)* - 2.1. Luci e ombre degli strumenti utilizzati dall'Amministrazione UE per l'evoluzione della disciplina in materia di aiuti di Stato in ottica di salvaguardia e sviluppo delle imprese nazionali *(148)* - 3. Quando lo Stato investe nelle imprese: il test dell'investitore privato operante in un'economia di mercato *(152)* - 3.1. Un principio da adattare a fronte di congiunture economiche peculiari? *(155)* - 4. Considerazioni conclusive *(158)*

Il ruolo della Cassa depositi e prestiti nel sostegno alle imprese, di *Francesco Dalla Balla* pag. 161
1. Dal sostegno finanziario alle PA ai *target* strategici *(161)* - 2. Lo spostamento delle consistenze sul fronte dell'attività verso imprese *(167)* - 3. L'azionariato statale: ancora tu… ma non dovevamo vederci più? *(169)* - 4. *National Promotional Banks* nel fallimento del mercato *(181)* - 5. Tra pubblico e privato: la "torsione" di Cassa depositi e prestiti verso il sostegno alle imprese *(187)*

Sezione III
Il controllo sull'intervento pubblico nell'economia tra legittimità e *business rules*

Le modalità di controllo sull'intervento pubblico nell'economia, di *Carlo Alberto Manfredi Selvaggi* » 195
1. La necessità di un controllo sull'intervento pubblico nell'economia *(195)* - 2. Il controllo "interno" delle Amministrazioni vigilanti *(196)* - 3. Il controllo esterno della Corte dei conti *(198)* - 4. L'intervento pubblico nell'economia nel contesto europeo: il ruolo della Corte dei conti europea *(206)*

Il controllo interno come strumento di creazione del valore, di *Niccolò Persiani* » 221
1. Premessa *(221)* - 2. L'evoluzione del controllo tra indecisione e spirito adattivo *(222)* - 3. Verso un moderno sistema di controllo interno *(225)* - 4. Dal controllo sull'evento avverso al controllo del rischio *(228)* - 5. Considerazioni conclusive *(230)*

I controlli sulle partecipazioni pubbliche, tra esigenze di contenimento della proliferazione dello strumento societario e ruolo apparentemente consultivo della Corte dei conti, di *Flavio Guella* » 233
1. Le ragioni dei controlli pubblici su partecipazioni in soggetti privati *(233)* - 1.1. L'insufficienza delle logiche di controllo privatistiche a fronte della diversa natura delle gestioni di bilancio

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

(238) - 1.2. I problemi determinati da aree di gestione privatistica di risorse pubbliche e il campo di applicazione delle regole di contabilità di Stato *(243)* - 2. L'assetto dei controlli della Corte dei conti sulle partecipazioni pubbliche *(245)* - 2.1. Il tipo di controllo esterno su enti formalmente privati già previsto in Costituzione *(247)* - 2.2. Le altre occasioni di controllo della magistratura contabile su società partecipate, preesistenti alle recenti tendenze razionalizzatrici *(251)* - 3. La "novità" dell'art. 5 del Testo unico sulle società partecipate e le ragioni per un approccio non interdittivo *(255)* - 3.1. La funzionalizzazione della capacità generale di diritto privato della PA al perseguimento dell'interesse pubblico *(258)* - 3.2. Le esperienze normative pregresse al consolidamento nell'art. 5 e l'approccio *ex post* mediante piani di razionalizzazione *(261)* - 4. I dubbi sull'utilità, in ottica di controllo, di un obbligo di motivazione rafforzato da comunicazione "a fini conoscitivi" *(263)* - 5. La riforma dell'art. 5 tesa a rafforzare la funzione di controllo della Corte dei conti, pur con un'ambigua qualificazione come "parere" *(268)* - 5.1. Dalla sovrapposizione teorica tra parere facoltativo non vincolante e controllo preventivo collaborativo alla specificità della funzione consultiva della Corte dei conti *(271)* - 5.2. La portata del controllo *ex* art. 5 in punto di oggetto, circoscritto alle vere nuove partecipazioni, e di parametro, limitato dalla legge e da una prassi attenta al perimetro del merito *(275)*

Autori e Autrici pag. 279

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Il ruolo della Cassa depositi e prestiti nel sostegno alle imprese

Francesco Dalla Balla

Sommario: 1. Dal sostegno finanziario alle PA ai *target* strategici. - 2. Lo spostamento delle consistenze sul fronte dell'attività verso imprese. - 3. L'azionariato statale: ancora tu… ma non dovevamo vederci più? - 4. *National Promotional Banks* nel fallimento del mercato. - 5. Tra pubblico e privato: la "torsione" di Cassa depositi e prestiti verso il sostegno alle imprese.

1. Dal sostegno finanziario alle PA ai *target* strategici

Fino a qualche anno fa si sarebbe ravvisato, in un titolo così posto, quasi un ossimoro. Non solo la Cassa depositi e prestiti (CDP) non nasce con questa vocazione,[1] ma – anzi – il finanziamento delle imprese costituisce in linea di principio l'attività qualificante del sistema bancario. Sennonché, nell'ambito della gestione operativa di esercizio del gruppo CDP, gli importi annualmente destinati al finanziamento del settore privato superano ormai da tempo quelli riservati al settore pubblico.[2] In prospettiva, il divario sembra peraltro destinato ad ampliarsi nel corso

1. La Cassa depositi e prestiti fu infatti istituita con la l. n.1097 del 1850, raccogliendo l'eredità del servizio Cassa di depositi e di anticipazioni di fondi per i lavori pubblici del Ministero del Tesoro, allo scopo di erogare prestiti a modico interesse alle PA (che ne è rimasta l'attività qualificante fino ad anni recenti); sulla storia, cfr. V. Manzetti, *Cassa depositi e prestiti*, Editoriale Scientifica, 2021, 17 ss.

2. Secondo CDP, *Monitoraggio strategico 2022*, 31 marzo 2023, 5, già nell'anno 2022 sono stati impegnati 5,5 mld di euro a favore di PA, contro i 19,3 mld di euro veicolati a supporto del sistema imprenditoriale (di cui 8,3 con interventi diretti in forma di finanziamento o contributi di capitale a favore delle imprese medio-grandi; 11 veicolati attraverso il sistema bancario e altri intermediari alle PMI).

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

dell'implementazione del Piano strategico 2025-2027.[3] Dopo una lunga parentesi di attenuazione dei vincoli di finanza pubblica nel contesto della pandemia da Covid-19, nell'aprile 2024 il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la riforma del Patto di stabilità e crescita,[4] che – pur nel contesto dei parametri di Maastricht – sancisce un sostanziale spostamento di enfasi dal saldo di esercizio del bilancio pubblico, al livello del debito,[5] che – in special modo a partire dal 2027[6] – rischia di restringere l'*ownership* dei governi dei Paesi fortemente indebitati sui propri bilanci.[7]

3. CDP, *Oggi per l'Italia del futuro – Piano strategico 2025-2027*, testo disponibile all'url: *https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP_Piano-Strategico-2025-2027.pdf* (u.c. 28 settembre 2025).

4. Dir. (UE) n. 1265 del 2024, recante modifica della dir. (UE) n. 85 del 2011, relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri; reg. (UE) n. 1263 del 2024, relativo al coordinamento efficace delle politiche economiche e alla sorveglianza di bilancio multilaterale e che abroga il reg. (CE) n. 1466 del 1997 del Consiglio (c.d. "Braccio preventivo"); reg. (UE) n. 1264 del 2024, recante modifica del reg. (CE) n. 1467 del 1997 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi (c.d. "Braccio correttivo").

5. Come riepiloga M. Bordignon, *Nasce il nuovo Patto di stabilità e crescita*, in *Lavoce.info*, 22 dicembre 2023, alla struttura "tradizionale" (un piano di aggiustamento fiscale e strutturale di durata quadriennale, allungabile a sette anni se il paese si impegna anche a perseguire un programma di investimenti e riforme approvato e monitorato dalla Commissione) se ne aggiunge un'altra, dedicata agli Stati maggiormente indebitati (oltre il 60% del PIL o oltre il 90% del PIL). In particolare, nel caso dei Paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 90%, gli artt. 7 e 8 del reg. (UE) n. 1263 del 2024 prevedono che la traiettoria di riferimento dovrà assicurarne la riduzione in misura corrispondente all'1% all'anno. Alla fine del percorso di aggiustamento, non sarà più sufficiente garantire che il *deficit* rimanga sotto la soglia del 3% del PIL (Regola Maastricht), ma dovrà scendere sotto l'1,5%.

6. Il considerando 23 del reg. (UE) n. 1264 del 2024 e l'art. 36 del reg. (UE) n. 1263 del 2024 prevedono una «fase applicativa transitoria» con riferimento ai poteri della Commissione nella valutazione della *performance* di bilancio, «a fronte di un contesto caratterizzato dalla significativa variazione dei tassi di interesse (…) al fine di non compromettere gli effetti positivi del dispositivo per la ripresa e la resilienza» (sul punto Corte dei conti, Sez. riunite, n. 37/SSRRCO/AUD/2024, Audizione nell'ambito dell'«indagine conoscitiva sulle prospettive di riforma delle procedure di programmazione economica e finanziaria e di bilancio in relazione alla riforma della governance economica europea», maggio 2024, 7); sul tema A. Francescangeli, G. Gioia, *Il nuovo Patto di stabilità e crescita: Much Ado About (Almost) Nothing?*, in *Diritti comparati*, 7 maggio 2024, addebita rilevano in questo compromesso una «certa miopia politica nel barattare un irrigidimento del Patto sul lungo periodo rispetto a una sua attenuazione sul breve»; con accenti simili G. Carnazza, E. Carnevali, *Riforma del Patto di stabilità e crescita: un'occasione persa*, in *Lavoce.info*, 16 febbraio 2024.

7. L. Bini Smaghi, *Il rischio di un Patto ancora più rigido*, in *Lavoce.info*, 19 maggio 2023.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

La scelta di CDP di indirizzare «risorse "addizionali" al mercato»[8] secondo un approccio di tipo strategico ha favorito la riconfigurazione delle priorità d'intervento sulla base di una declinazione di *target* tematici, anziché sulla distinzione "soggettiva" tra enti amministrativi e privati.[9] L'obiettivo è provare ad allineare le scelte operative ai *target* strategici di CDP, a prescindere dalla natura giuridica dei beneficiari e dalla tradizionale segmentazione dei comparti.

Questa evoluzione è rispecchiata dalla riorganizzazione della struttura aziendale. CDP ha promosso l'attivazione di *Competence Centers specializzati per aree tematiche*, che – anche nel settore più tradizionale legato al finanziamento delle infrastrutture – non si limitano più a un apporto meramente finanziario, ma intervengono con funzioni di *advisory* direttamente nella pianificazione degli investimenti pubblici e privati. Dal punto di vista della rendicontazione degli investimenti, la riclassificazione (a partire dall'esercizio 2023) degli impieghi in relazione alle «priorità strategiche»[10] anziché ai soggetti *target* consente peraltro di rendere più intelligibili gli obiettivi e i risultati perseguiti dall'Istituto nazionale di promozione. A questa tassonomia fanno eccezione le operazioni straordinarie realizzate di concerto con il MEF (come l'acquisizione di Autostrade per l'Italia S.p.A.) e gli strumenti di supporto

8. CDP, *Monitoraggio strategico 2022*, 31 marzo 2023, 5.

9. L'evoluzione si può cogliere con chiarezza nel raffronto dei documenti programmatici pluriennali. Ad esempio, CDP, *Piano industriale 2019-2021 – #CDP2021 dall'Italia per l'Italia. Il risparmio degli italiani per lo sviluppo sostenibile del Paese* (testo disponibile all'url: *www.cdp.it/internet/public/cms/documents/GRUPPO_CDP_Piano_Industriale-2019-2021.pdf*, 9; u.c. 28 settembre 2025) ripartisce il «modello operativo» in quattro diverse aree di intervento (*CDP Imprese, CDP Infrastrutture PA e territorio, Grandi partecipazioni strategiche, CDP Cooperazione*), tracciando una distinzione dell'operatività in relazione ai soggetti *target*. Viceversa CDP, *Piano strategico 2022-2024: con l'Italia che cresce* (testo disponibile all'url: *https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Piano_Strategico_CDP_2022-2024.pdf*, 3; u.c. 28 settembre 2025) approvato nel contesto di un massiccio ritorno dell'investitore pubblico a tutela delle economie nazionali dagli strascichi *post*-pandemici e dalle screscenti incognite geopolitiche, individua 10 *target* sui quali convergono tanto l'operatività nei confronti della PA quanto il sostegno alle imprese.

10. CDP, *Monitoraggio strategico 2023* (testo disponibile all'url: *https://www.cdp.it/internet/public/cms/documents/CDP_Monitoraggio_Strategico_1H2023_161023.pdf*, 6, u.c. 28 settembre 2025) sottolinea come nell'ambito dei dieci campi di intervento individuati dal Piano strategico 2022-2024, le successive Linee guida strategiche individuano aree di *focus* e circa 100 priorità di intervento, con lo scopo di allineare le scelte operative agli obiettivi strategici di CDP e per individuare indicatori fisici di risultato (KPI) da utilizzare nel monitoraggio e nella valutazione d'impatto delle iniziative.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

trasversale all'economia (specialmente con riferimento alle operazioni a favore dell'attività di sostegno alla liquidità delle imprese tramite l'intermediazione del sistema bancario).[11] L'evoluzione degli strumenti predisposti da Cassa depositi e prestiti a sostegno delle imprese ha assunto, nel corso del tempo, una diversificazione in ordine alle modalità e ai tempi dell'intervento finanziario che, in estrema sintesi, può essere ripartito in tre settori di operatività: il credito, il finanziamento del capitale e le soluzioni non finanziarie.

Con riferimento all'intervento di CDP nel mercato del credito alle imprese, il più cospicuo tra gli strumenti che forniscono liquidità al mercato privato è il Fondo rotativo imprese (FRI), che – con una dotazione pari a circa 8 miliardi – concorre al finanziamento dei progetti beneficiari di agevolazioni pubbliche da parte dello Stato e delle Regioni. Il fondo opera sempre in regime di cofinanziamento con il sistema bancario (in misura variabile dal 50 al 90% del prestito concesso) e le condizioni applicate dipendono dalle *policies* delle singole linee di finanziamento.[12] In linea di principio, la remunerazione del capitale di CDP oscilla tra lo 0,5% e lo 0,8%, mentre il tasso applicato per la quota bancaria rimane oggetto di contrattazione tra le parti, in dipendenza dall'andamento dei tassi di mercato. La gamma dei finanziamenti in ricerca e sviluppo, innovazione, piani di crescita e sostenibilità si articola secondo un ventaglio di *target* variabili, dalle PMI (tendenzialmente con oltre 25 milioni di fatturato), alle medie e grandi imprese. Tali strumenti operano ordinariamente in *pool* con il sistema bancario o con le linee di credito previste dalla Banca europea per gli investimenti.[13] L'*Export*

11. CDP, *Monitoraggio strategico 2023*, cit., 7.

12. Attualmente, nell'ambito del FRI, sono attive le seguenti linee di finanziamento: Fondo crescita sostenibile specializzazione intelligente (per il sostegno dei progetti di ricerca nelle aree tematiche della Strategia nazionale di specializzazione intelligente); Fondo crescita sostenibile (dedicato al supporto dei progetti di ricerca, sviluppo e innovazione per la transizione ecologica e circolare negli ambiti del *Green New Deal* italiano); FRI Imprese sociali, culturali e creative (rivolto a programmi di investimento proposti dalle imprese sociali, culturali e creative, nonché dalle società cooperative con qualifica di ONLUS); Fondo crescita sostenibile economia circolare (mirato a progetti di ricerca e sviluppo per la riconversione dei processi produttivi nell'ambito dell'economia circolare); FRI Calabria (misura finalizzata a supportare investimenti produttivi in Calabria).

13. In tale ambito sono attualmente attive le seguenti linee di credito: Finanziamenti ordinari (per investimenti nei settori compatibili con lo statuto di CDP, da realizzare o realizzati e non ancora ammortizzati; le condizioni, a tasso fisso o variabile, dipendono dalla finalità del piano di investimento, dal *rating* della controparte e dal

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Finance mira invece a finanziare le controparti estere, concedendo loro il credito necessario per l'acquisto di beni e servizi da società italiane, con il concorso di SACE e SIMEST (rispettivamente, per la garanzia del credito e la stabilizzazione del tasso) in funzione di abbattimento degli interessi passivi[14]. A tal fine, l'art. 8 del d.l. n. 78 del 2009 ha previsto l'attingimento delle risorse dalla Gestione separata.

CDP S.p.A. somministra inoltre liquidità a banche e intermediari finanziari allo scopo di facilitare l'accesso delle imprese al credito o al *leasing*.[15] Gli strumenti di finanza alternativa mirano invece alla differenziazione delle fonti di approvvigionamento della liquidità nei settori PMI e *Mid Cap*, che faticano ad accedere al mercato obbligazionario. L'obiettivo è quello di accorpare il debito delle imprese in un'unica struttura finanziaria diversificata (c.d. "*Basket Bond*"), con un *rating* che la renda accessibile anche a investitori istituzionali. I titoli di debito sono emessi da una società veicolo e acquistati in misura significativa dalla stessa CDP e da un istituto di credito *partner*, in funzione di *anchor investors* prima del loro collocamento sul mercato. In tale ambi-

security package proposto dall'impresa); Finanziamenti con garanzia *SACE Growth* (destinato a progetti di rilievo strategico per l'economia nazionale, con importo massimo pari a 50 milioni di euro e una durata non superiore a 20 anni, con garanzia SACE per una quota di copertura pari al 70%); Finanziamenti con garanzia *InvestEU* (per progetti ad alto impatto nei settori della ricerca industriale e sviluppo sperimentale, iniziative di efficientamento energetico, infrastrutture di ricarica elettrica o di idrogeno per veicoli, per importi non superiori a 25 milioni di euro e durata tra i 3 e i 12 anni, gode della garanzia dell'*InvestEU Fund* della Commissione europea, nei limiti del 50%); Finanziamenti per l'internazionalizzazione delle medie e grandi imprese (può anche prevedere l'intervento sinergico di SIMEST, mediante partecipazione al capitale della filiale estera, e SACE, in un funzione di garanzia fino all'80% del capitale oggetto di intervento); *Mid Cap Loan* CDP-BEI (rivolti a imprese con un numero di dipendenti compreso tra 250 e 3.000, finanziati con provvista BEI al 50%); Sottoscrizione emissioni obbligazionarie (sia con riferimento a titoli quotati sui mercati regolamentati che non regolamentati).

14. In tale ambito sono attualmente attive le seguenti linee di credito: Finanziamento acquirente estero (a condizioni di mercato, in misura variabile tra il 50 e il 100% dell'investimento, con un contributo di CDP non inferiore a 25 milioni di euro) e Contributo conto *export* (erogato dalla controllata SIMEST a favore dell'acquirente estero, per ridurre il costo complessivo in conto interessi, nella forma della stabilizzazione del tasso del finanziamento a un tasso fisso agevolato e di un contributo in conto interesse a fondo perduto).

15. In tale ambito sono attualmente attive le linee *Plafond Factoring*; *Plafond Leasing*, *Plafond* beni strumentali, *Plafond* PMI, *Plafond* MID, *Plafond* confidi, *Plafond* dedicati agli eventi calamitosi, Piattaforma EuReCa 2021-2027 (quest'ultimo riservato alle imprese con sede in Emilia-Romagna).

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

to, le Regioni Lazio, Lombardia ed Emilia Romagna hanno stipulato con CDP delle intese per l'emissione dei c.d. "*Basket Bond* regionali", destinati alle PMI con sede nei rispettivi territori. Tali titoli di debito godono, in misura variabile, di una parziale garanzia pubblica a copertura delle perdite, offerta da ciascuna Regione al fine di rendere meno onerosa la provvista finanziaria.

Per altro verso, Cassa depositi e prestiti dispone di un ampio ventaglio di strumenti d'intervento nel settore dell'*equity*, al fine di rafforzare la struttura patrimoniale delle imprese mediante la diretta partecipazione nel capitale delle società beneficiarie. Risultano indirizzati a tal fine un ampio ventaglio di Fondi e OICR,[16] costituiti in prevalenza come *joint venture* con il settore bancario (con l'eccezione del Fondo nazionale strategico, che è costituito nell'ambito del Patrimonio rilancio, mediante una speciale dotazione assegnata dal MEF).

A favore delle imprese sono stati attivati da Cassa depositi e prestiti anche strumenti non finanziari di sviluppo, come – ad esempio – la piattaforma *Business Matching*, dedicata all'internalizzazione delle imprese italiane, favorendo i contatti con le controparti estere. L'Acceleratore franco-italiano è invece un programma periodico di formazione e incontri B2B dedicato in misura paritaria a imprese dei due Paesi con un fatturato superiore a cinque milioni di euro, al fine di potenziare l'interscambio commerciale. Infine, CDP offre alle imprese supporto tecnico-strategico mediante attività di *advisory*, variamente rivolte alla valutazione del posizionamento competitivo nel mercato di riferimento, alla sostenibilità del debito finanziario, alla strategia di crescita, anche in rapporto alle possibili alternative di sostegno finanziario.

16. Ad esempio, il Fondo italiano d'investimento (FII) è articolato nei seguenti strumenti: il Fondo italiano consolidamento e crescita (FICC) promuove progetti di aggregazione verticale e orizzontale in settori strategici, effettuando operazioni prevalentemente di maggioranza; il Fondo italiano tecnologia e crescita (FITEC) acquisisce partecipazioni prevalentemente di minoranza, con interventi in aumento di capitale in eccellenze italiane ad alto contenuto tecnologico che intendono avviare o consolidare progetti di espansione, favorendone i processi di innovazione e rafforzandone il posizionamento competitivo; i Fondi di fondi di *Private Equity* e *Private Debt* sottoscrivono quote di altri fondi mobiliari chiusi, rispettivamente, per l'acquisizione di partecipazioni nel settore delle PMI italiane e per la sottoscrizione di strumenti di debito emessi da PMI Italiane; il Fondo di fondi *Impact Investing* sottoscrive quote di altri fondi mobiliari chiusi con l'obiettivo di generare un impatto sociale e/o ambientale positivo in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile definiti dai 17 Social development goals dell'ONU; il Fondo italiano Agri&Food di Fondo italiano d'investimento sostiene le piccole e medie imprese operanti nella filiera agroalimentare.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

In questo contesto, le consistenze con riferimento all'attività verso imprese nel bilancio di CDP sono in costante crescita. In prevalenza, si tratta di operazioni veicolate in *partnership* con operatori del credito tradizionale, circostanza che permette di ascrivere all'intervento di CDP un effetto moltiplicatore rispetto alla attivazione nel sistema economico di risorse.

2. Lo spostamento delle consistenze sul fronte dell'attività verso imprese

La sintetica disamina di cui al paragrafo precedente conduce inevitabilmente a interrogarsi sulle ragioni di questa (relativamente rapida) trasfigurazione.

Innanzitutto, il mercato del credito non appare più in condizione di svolgere efficacemente un ruolo di supporto al sistema produttivo. Le banche sono ingessate dai requisiti di patrimonializzazione previsti dalla dir. (UE) n. 36 del 2013 e dagli accordi "Basilea III" (mentre CDP S.p.A. – in quanto «istituto nazionale di promozione» – ne è invece esente). Inoltre, nell'ultimo trentennio, il settore del credito ha promosso numerosi processi di aggregazione, che ne hanno irrobustito i fondamentali e la stabilità, ma – per converso – hanno talvolta avuto l'effetto collaterale di incrementare la concentrazione dei rischi e la conseguente tendenza degli istituti a ridurre l'esposizione verso singoli debitori. Nel concreto, questo ha prodotto un tracollo nell'accesso al credito. Dal 2011 a oggi, in termini nominali, i prestiti bancari alle aziende si sono ridotti di oltre un terzo: da più di 900 miliardi di euro a circa 600 miliardi.[17] La contrazione è stata, ovviamente, ben più forte in termini reali, a fronte della più alta inflazione dell'ultimo mezzo secolo.[18]

Ne è derivato il paradosso per cui le banche italiane – proprio per essersi rafforzate in termini organizzativi, reddituali e patrimoniali – hanno operato una drastica riduzione delle loro erogazioni alle imprese.[19] Infine, la stessa Unione europea ha da tempo segnalato la patologica preferenza del mercato finanziario per lo *short termism investment*,[20]

17. R. Hamaui, *Il credito alle imprese è un'emergenza*, in *Lavoce.info*, 10 marzo 2025.
18. T. Monacelli, *Lo strano caso dell'inflazione italiana*, in *Lavoce.info*, 15 marzo 2024.
19. R. Hamaui, *Il credito alle imprese è un'emergenza*, cit.
20. Commissione europea, comunicazione dell'8 marzo 2018, COM(2018) 97, secondo cui «le attuali prassi di mercato spesso si concentrano sulla realizzazione di

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

inteso come l'eccessiva focalizzazione sulla ricerca di rendimenti a breve o brevissimo termine,[21] disancorata dai progetti di sviluppo industriale o infrastrutturale sostenibili a medio lungo termine.[22] Viceversa, «la sostenibilità e la visione a lungo termine sono abbinate»[23] e dunque incompatibili «con la tendenza degli amministratori a prendere posizioni che assicurano benefici immediati molto elevati, anche a costo di implicazioni che possono pregiudicare i guadagni futuri, o giungere a propiziare nel futuro addirittura perdite».[24]

ritorni elevati in un breve lasso di tempo. Un elemento centrale dell'agenda per la sostenibilità è pertanto ridurre l'indebita pressione intesa a ottenere una prestazione a breve termine nelle decisioni economico-finanziarie. (…) È possibile che i manager delle società siano diventati eccessivamente concentrati sulle prestazioni finanziarie a breve termine, trascurando le opportunità e i rischi risultanti dalle considerazioni connesse alla sostenibilità ambientale e sociale. Di conseguenza, le interazioni tra pressioni del mercato dei capitali e incentivi aziendali possono portare, a lungo termine, a un'esposizione non necessaria ai rischi di sostenibilità».

21. Ciò costituisce motivo di preoccupazione anche per l'Amministrazione americana, la quale ha recentemente proposto di abolire l'obbligo di pubblicazione dei bilanci trimestrali, proprio al fine di ridurre la pressione sul *management* con riferimento ai risultati di breve termine (V. Carlini, *Trump: stop in arrivo alle trimestrali delle società quotate a Wall Street*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 settembre 2025, 24).

22. Come riassume F. Denozza, *Lo scopo della società tra* short-termism *e* stakeholder empowerment, in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 2, 2021, 29 ss.: «i mercati attuali sono molto diversi dai mercati di alcuni decenni fa (…) e (…) risulta perciò assolutamente verosimile l'ipotesi di una modifica del loro funzionamento, sia dal punto di vista dell'orientamento degli investitori e sia nella intensità della pressione». In particolare, «gli investitori in larga maggioranza presenti sui mercati finanziari attuali, non sono più gli investitori c.d. "*retail*", e cioè le c.d. "*famiglie*" e, in sostanza, i risparmiatori finali, ma sono intermediari professionali, che, operando per lo più in concorrenza tra loro, investono, per conto altrui, le risorse messe a loro disposizione dai risparmiatori finali (…). Il mondo degli investitori professionali è certamente variegato, frastagliato e le sue caratteristiche generali sono complessivamente difficili da definire. Sembra tuttavia possibile affermare con certezza che la massimizzazione del valore degli investimenti effettuati è un obiettivo che per un investitore professionale non ha lo stesso senso, e la stessa importanza, che ha per un investitore retail. Volendo ricorrere a una battuta, potremmo dire che, mentre l'investitore retail è un massimizzatore opzionale, l'investitore professionale è un massimizzatore compulsivo. Più esplicitamente: mentre per l'investitore retail la massimizzazione della valorizzazione dei suoi investimenti è un evento sicuramente auspicabile, che però egli può decidere di perseguire con maggiore o minore impegno, perché, raggiunto un certo livello di soddisfazione delle sue aspettative, il resto non è per lui una questione di vita o di morte, la massimizzazione diventa per gli investitori professionali un imperativo categorico, dalla cui soddisfazione dipende la loro stessa sopravvivenza professionale (per non parlare dei loro guadagni)».

23. Commissione europea, comunicazione dell'8 marzo 2018, COM(2018) 97.

24. F. Denozza, *Lo scopo della società*, cit., 36.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Al contempo, per ragioni strutturali concernenti i vincoli di finanza pubblica, il risparmio postale supera ormai di molto il fabbisogno delle PA e la loro attitudine a indebitarsi per finanziare gli investimenti. L'art. 119 Cost. (come riformato dalla l. cost. n. 1 del 2012) ha elevato al rango costituzionale il principio secondo cui gli enti territoriali concorrono ad assicurare il principio del pareggio di bilancio e l'osservanza dei vincoli economici e finanziari derivanti dall'ordinamento dell'Unione europea. A tal fine, ad esempio, l'art. 204 del d.lgs. n. 267 del 2000 (TUEL) prevede che l'ente locale può assumere nuovi mutui e accedere ad altre forme di finanziamento reperibili sul mercato solo se l'importo annuale dei correlati interessi, sommati agli oneri già in essere (mutui precedentemente contratti, prestiti obbligazionari precedentemente emessi, aperture di credito stipulate e garanzie prestate, al netto dei contributi statali e regionali in conto interessi) non sia superiore al 10% delle entrate correnti (percentuale che è stata variamente modificata nel corso degli anni, superando l'iniziale limite del 6%).[25] Inoltre, la l. n. 243 del 2012 condiziona l'accesso all'indebitamento all'adozione dei c.d. "piani di ammortamento", che presidiano il rimborso entro la vita utile dell'investimento e ostacolano la prassi della rinegoziazione a lunga scadenza.

L'operatività di Cassa depositi e prestiti nella concessione di prestiti alle PA ha altresì subito un impatto recessivo in ragione dell'apporto derivante dai piani europei *NextGenerationEU* e *REPowerEU*, nell'ambito dei quali le risorse a disposizione degli investimenti superano talvolta (specie nel Mezzogiorno)[26] l'ordinaria capacità di spesa, contrattazione e rendicontazione delle Amministrazioni.

3. L'azionariato statale: ancora tu… ma non dovevamo vederci più?

Abbiamo assistito in un periodo relativamente breve (circa un ventennio) a una radicale trasformazione delle tecniche d'intervento dello Stato nel mercato. Il *referendum* sull'abolizione del Ministero delle Partecipazioni e l'*Accordo Andreatta*, che diedero la stura alla dismissione dell'azionariato statale risalgono al 1993, mentre la definitiva liquida-

25. Corte dei conti, Sez. autonomie, delib. n. 14/SEZAUT/2020/FRG, *Relazione sulla gestione finanziaria delle regioni/province autonome. Esercizi 2018-2019*, 185 ss.

26. A. Bergantino, F. Porcelli, *Il successo del PNRR? Dipende dalla capacità di spesa dei Comuni*, in *Lavoce.info*, 27 febbraio 2024, secondo cui sono i Comuni i principali soggetti attuatori del PNRR in assoluto più coinvolti su tutte le Missioni, con le sole eccezioni delle Missioni 3 (Infrastrutture per una mobilità sostenibile) e 6 (salute).

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

zione dell'IRI fu terminata nel 2002. Meno dieci anni dopo, il d.l. n. 34 del 2011 affidava a CDP il compito di acquisire sul mercato partecipazioni, anche di controllo, in società *di rilevante interesse nazionale*, riproponendo il modello della grande *holding* pubblica, che – stando alla relazione finanziaria sul primo semestre 2023 – detiene oggi azioni e strumenti partecipativi in società per oltre 27 miliardi di euro,[27] al netto delle quote detenute per il tramite degli organismi di investimento collettivo del risparmio. Peraltro, il fatto che quest'ultimi siano imputati a bilancio unitamente ai titoli di debito e di capitale rende difficile indagare il ruolo assunto dai fondi d'investimento costituiti e partecipati da CDP nell'allargamento del perimetro dell'azionariato pubblico, a maggior ragione se si considera che la recente configurazione del Patrimonio rilancio prescrive l'attivazione di *partnership* con il privato proprio attraverso la compartecipazione in OICR. L'art. 27 del d.l. n. 34 del 2020 ha infatti autorizzato CDP a partecipare ad aumenti di capitale con sottoscrizione di obbligazioni convertibili e all'acquisto di azioni di società quotate direttamente sul mercato secondario, assicurando una dotazione aggiuntiva potenzialmente estensibile fino 44 miliardi di euro.

Quest'inversione di rotta rispecchia una tendenza europea. Dal 2000 al 2020 il valore delle partecipazioni pubbliche rispetto al PIL è raddoppiato in Germania e Spagna ed è cresciuto del 25% anche in Francia,[28] dove la presenza dell'azionista statale era già la più consistente tra le grandi economie dell'Unione. Come notato da Eurostat, in Italia misurare l'entità dell'intervento pubblico nel sistema delle partecipazioni è estremamente complesso, a causa della presenza di fenomeni ibridi che sfuggono a una rigida applicazione dei parametri econometrici. L'Osservatorio conti pubblici dell'Università Bocconi ha evidenziato – ad esempio – il ruolo ambivalente delle fondazioni bancarie. La prima banca italiana, Intesa San Paolo, ha come principali azionisti privati la Fondazione Compagnia di San Paolo e la Fondazione Cariplo, i cui organi di gestione sono formalmente espressione degli enti locali.[29]

27. CDP S.p.A., *Relazione finanziaria semestrale*, 30 giugno 2023, 53.

28. M. Casamonti, G. Gottardo, *Le dimensioni dello Stato imprenditore italiano*, in *Osservatorio sui conti pubblici italiani*, testo disponibile all'url: *https://osservatoriocpi.unicatt.it*, 24 dicembre 2020, 5 (u.c. 28 settembre 2025).

29. Ivi, 3, secondo cui «per quanto riguarda l'azione dello Stato imprenditore subito dopo la prima ondata di privatizzazioni, è bene ricordare che nel settore bancario, nonostante la privatizzazione di diritto e la cessione delle quote pubbliche alle fondazioni bancarie, il controllo di fatto di diversi istituti è rimasto indirettamente nelle mani della PA, tramite il controllo delle fondazioni stesse».

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Come si finanzia il nuovo azionariato pubblico? Dipende. In taluni casi a valere direttamente sul debito pubblico (come i 44 mld del Patrimonio rilancio di CDP o i 400 mln per l'acquisizione del 38% dell'*ex* Ilva di Taranto da parte di Invitalia), altre volte in forme privatistiche che di privatistico hanno ben poco[30] (ad esempio i buoni postali, che sono formalmente un prestito tra privati, ma i cui tassi sono fissati autoritativamente dal MEF, godono della garanzia di ultima istanza dello Stato e assestano la provvista finanziaria su costi inferiori rispetto agli stessi titoli governativi). Tutte le *holding* statali, inoltre, provvedono autonomamente anche alla provvista attraverso il MOT, benché nel caso di CDP e Invitalia tali strumenti di raccolta rivestano una rilevanza quantitativa relativamente marginale nel finanziamento dell'attività d'impresa.[31]

In definitiva, la dismissione dell'azionariato di Stato è durata meno di dieci anni. Già nel primo decennio degli anni 2000 il processo di privatizzazione fece registrare un progressivo rallentamento, spostando il *focus* sul trasferimento di pacchetti azionari non attraverso il mercato dei capitali, bensì tra azionisti pubblici. È il caso del trasferimento delle azioni di SACE, SIMEST, Fintecna in CDP,[32] nonché della permuta – sempre con CDP – tra un pacchetto azionario di ENI (ceduto a CDP) in cambio di pacchetti azionari in ENEL, Poste italiane e STMicroelectonics. In questa fase già andava mutando la *ratio* delle privatizzazioni. La circolazione dei pacchetti azionari tra soggetti pubblici ha consentito infatti allo Stato di mantenere il controllo di *asset* strategici senza incappare nelle crescenti maglie dell'*Antitrust*.[33]

30. Sulla natura prismatica del gruppo CDP S.p.A., si rinvia a F. Dalla Balla, *Il gruppo Cassa depositi e prestiti e la crisi dell'organismo di diritto pubblico*, in *Rivista trimestrale degli appalti*, n. 2, 2024, 467 ss.

31. CDP S.p.A., *Relazione finanziaria semestrale*, 30 giugno 2024, dà atto che dal risparmio postale dipende l'81% della raccolta (287 mld su 356 mld), mentre la provvista obbligazionaria si attesta sui 20 miliardi, nonostante la recente diversificazione dei mercati, con il lancio dello *Yankee Bond* sul mercato americano (1 mld).

32. MEF, *Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate dallo Stato*, 2016, testo disponibile all'url: *https://www.de.mef.gov.it/export/sites/sitode/modules/documenti_it/finanza_privatizzazioni/finanza_privatizzazioni/Relazione_2011-2016__09_03_17.pdf* (u.c. 28 settembre 2025).

33. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM), con provvedimento n. 14542 del 4 agosto 2005, ha autorizzato CDP S.p.A. (di seguito Società o CDP) all'acquisizione della partecipazione nel capitale sociale di Terna S.p.A., subordinandola alla cessione, da parte della stessa Società, della partecipazione de-

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

L'opportunità di un'inversione di rotta nel rapporto tra partecipazioni e investimenti fu implicitamente oggetto degli interrogativi formulati dalla Corte dei conti nella nota relazione *Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche*, nel febbraio 2010. In tal sede, la magistratura contabile rilevava come la ritrovata redditività delle *ex* imprese pubbliche privatizzate non si fosse tradotta in un recupero di efficienza delle strutture aziendali rispetto alla gestione IRI. In particolare, la cessione dei pacchetti azionari ai privati non si era accompagnata a un'ottimizzazione delle infrastrutture e delle reti destinate a servizio pubblico,[34] sicché i ritrovati profitti e il miglioramento dei saldi di bilancio dovevano imputarsi prevalentemente all'innalzamento delle tariffe.[35] Veniva così tratteggiato un ritratto in chiaroscuro, nel quale gli effetti positivi delle privatizzazioni sulle finanze pubbliche trovavano un contraltare nell'incremento dei costi per l'utenza in misura anche considerevole al di sopra della media europea, senza – ed è questo forse il punto più rilevante della relazione – riscontri «univoc[i] sulla effettiva funzionalità di tali aumenti alla promozione delle politiche di investimento delle società privatizzate».[36]

tenuta in ENEL – inizialmente pari al 10,15% e poi incrementata fino al 17,36% a seguito della sottoscrizione della quota di aumento di capitale sociale deliberato da ENEL nel 2009.

34. Ad esempio, sulle gravi controindicazioni legate al passaggio in mano privata della rete telefonica, cfr. L. Saltari, *La rete fissa di comunicazioni elettroniche unica: il nodo degli investimenti e della capacità realizzativa*, in F. Dalla Balla (a cura di), *Sicurezza e concorrenza nelle telecomunicazioni*, FrancoAngeli, 2025, 41 ss.

35. Corte dei conti, Sez. contr. amm. st., *Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione e di partecipazioni pubbliche*, 8: «Nonostante le importanti criticità e i rilievi emersi, si può affermare che il processo di privatizzazione italiano abbia nel complesso sostanzialmente conseguito gli obiettivi di lungo termine previsti nei primi documenti ufficiali, generando valore nelle *ex* imprese pubbliche, contribuendo a risanare le finanze pubbliche, a sviluppare il sistema finanziario nazionale e ad ammodernare lo Stato. Per quanto riguarda le *utilities*, c'è tuttavia da osservare che l'aumento della profittabilità delle imprese regolate è in larga parte dovuto, più che a recuperi di efficienza sul lato dei costi, all'aumento delle tariffe che, infatti, risultano notevolmente più elevate di quelle richieste agli utenti degli altri paesi europei, senza che i dati disponibili forniscano conclusioni univoche sulla effettiva funzionalità di tali aumenti alla promozione delle politiche di investimento delle società privatizzate. Considerazioni analoghe possono valere anche per ciò che attiene agli effetti sul livello sia delle tariffe autostradali, sia degli oneri che il sistema bancario pone a carico della clientela, tutt'oggi sistematicamente e considerevolmente più elevato di quello riscontrato nella maggior parte degli altri paesi europei».

36. *Ibidem*.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Contravvenendo almeno in parte alle aspettative, la cessione societaria non aveva perciò necessariamente riproposto a favore delle imprese *ex*-statali quello stesso efficientamento produttivo che l'apertura a una genuina concorrenza aveva stimolato presso le imprese private negli anni '70 (generando un *mini-boom* economico all'inizio degli anni '80). La fine degli accordi di Bretton Woods nel 1971, infatti, aveva comportato per gli Stati l'obbligo di una costante azione a difesa dei tassi di cambio, smentendo le aspettative di quelle imprese private che avevano continuato a giovarsi della svalutazione della lira per competere sui mercati internazionali.[37] Questo aveva sortito l'indiretto ma positivo effetto di stimolare l'industria, soprattutto quella manifatturiera, ad aumentare la competitività, abbandonando i rami meno redditizi, efficientando le produzioni, il personale e le tecnologie (transizione che – a onor del vero – era stata sostenuta da un massiccio sostegno pubblico, che avrebbe concorso in maniera determinante all'esplosione del disavanzo negli anni '80). Un simile sforzo, tuttavia, non aveva coinvolto – per ragioni prevalentemente politiche – il settore delle partecipazioni statali, che si erano accostate all'ingresso dell'Italia nel Sistema monetario europeo (1979) con ingenti perdite e irrisolti problemi di sovrapproduzione.[38]

Tanto la nascita dell'IRI, quanto le nuove *holding* pubbliche non sono riconducibili a un consapevole piano di nazionalizzazione settoriale (come avvenuto, ad esempio, nel caso della l. n. 1643 del 1962, con l'istituzione dell'ENEL), né, tantomeno, all'avvio di una collettivizzazione degli investimenti pubblici «di stampo socialista».[39] La riproposizione di un azionariato statale generalista (ovverosia non contraddistinto da una stretta strumentalità di scopo della società partecipata rispetto alle funzioni istituzionali dell'ente o società controllante) è stata storicamente utilizzata in risposta alle crisi temporanee del mercato dei capitali. In questi frangenti, lo Stato ha supplito alla temporanea perdita della capacità di autogoverno del settore bancario,[40] che determinava inefficienze non tanto nell'apparato produttivo in sé e per sé, quanto nell'allocazione del credito e quindi nella possibilità di fare investimenti. Ciò vale per tutte e tre le grandi riproposizioni dell'azionariato pubblico

37. S. Colarizi, *Passatopresente. Alle origini dell'oggi 1989-1994*, Laterza, 63 ss.

38. *Ibidem*.

39. In questi termini F. Barca, S. Trento, *La parabola delle partecipazioni statali: una missione tradita*, in F. Barca (a cura di), *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, 1997, 186.

40. *Ibidem*.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

(1933, 2011, 2020). La crisi del 1929, infatti, comportò in Italia una forte contrazione del credito alle imprese, derivante dall'impossibilità per le banche di smobilitare il proprio attivo, costituito principalmente da partecipazioni nei gruppi industriali in affanno, con conseguente difficoltà a reperire la provvista finanziaria per ricapitalizzare le società. Lo Stato rispose con la costituzione dell'Istituto per la ricostruzione industriale.[41] A questa trasformazione contribuì in maniera determinante Cassa depositi e prestiti, che apportò il capitale per la dotazione della c.d. "Sezione finanziamenti industriali dell'IRI".[42] Sempre CDP è stata protagonista del nuovo azionariato di Stato successivamente alla crisi dei debiti sovrani, tra il 2011 e il 2012. Il d.l. n. 34 del 2011, infatti, ha aggiunto il co. 8-*bis* all'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003, consentendo a CDP S.p.A. l'assunzione di partecipazioni azionarie e la partecipazione agli aumenti di capitale, anche a prescindere dalla connessione della società bersaglio con le funzioni tradizionali della Cassa. In base a tale normativa, la controllata del MEF può accedere alla compagine azionaria delle società di «rilevante interesse nazionale», in termini di «strategicità del settore di operatività», «di livelli occupazionali» o comunque di «entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese». La riforma segnava tuttavia una considerevole differenza rispetto all'intervento massivo dell'Istituto per la ricostruzione industriale a supporto delle crisi aziendali: l'art. 5, co. 8-*bis*, del d.l. n. 34 del 2011 ha chiarito che la società *target* dell'acquisizione pubblica deve trovarsi «in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico» e l'investimento dev'essere caratterizzato da «adeguate prospettive di redditività». Niente Stato-salvatore, dunque, in linea di principio, tra le funzioni della *holding*. Il finanziamento delle crisi d'impresa è infatti espressamente vietato nel nuovo modello dell'azionariato di Stato.

Verrebbe dunque da chiedersi quale sia la *ratio* della nuova *holding* pubblica, concepita nell'ambito di una congiuntura economica negativa, con il divieto di intervenire a supporto delle crisi d'impresa. Nel silenzio della norma, la letteratura scientifica ha enucleato una pluralità di possibili obiettivi, sollecitando l'investitore pubblico a perseguire, ad esempio, il protezionismo dei settori strategici o, in alternativa, il mero

41. Come nota P.A. Toninelli, *Tra Stato e mercato: ascesa e declino dell'impresa pubblica italiana tra XIX e XX secolo*, in *Italianieuropei*, n. 5, 2008, il modello italiano dell'imprenditore pubblico resistette alle pressioni dei vincitori della Seconda guerra mondiale che imponevano un forte ridimensionamento dell'impresa di Stato.

42. F. Barca, S. Trento, *La parabola delle partecipazioni statali*, cit., 188.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

finanziamento dell'impresa privata[43] o, ancora, a farsi garante della compattezza e della qualità delle compagini azionarie, frantumate dalla globalizzazione del capitalismo nazionale, che non vede più – come negli anni '50, '60 e '70[44] – un ristretto gruppo di imprenditori in grado di svolgere un ruolo di guida del sistema produttivo.[45]

La mancata enucleazione legislativa degli obiettivi e delle procedure per la selezione delle priorità d'investimento richiama altresì il tema della *governance*: a chi spetta la pianificazione strategica e la selezione degli interessi pubblici perseguiti attraverso l'investimento pubblico dalla *holding* statale?

Lo stesso problema si pose anche per l'Istituto per la ricostruzione industriale. L'intervento pubblico dell'IRI, massicciamente invasivo del mercato, provocò infatti un aumento esponenziale del c.d. "tasso di concentrazione",[46] incrementando il capitale azionario direttamente o indirettamente controllato da un numero ridotto di azionisti, con effetti destinati a prolungarsi ben oltre la gestione contingente delle crisi d'impresa. Si arrivò a un momento in cui l'1% delle società per azioni italiane deteneva il 50% del capitale azionario delle società quotate.[47]

Fino agli anni '60 l'*escamotage* per gestire questa concentrazione fu individuato nella separazione tra proprietà e controllo.[48] Secondo tale

43. V. Minervini, *L'improvvisa "accelerazione" (*post *Covid) dell'azionariato di Stato*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 2, 2021, 250.

44. Retrospettivamente, S. Colarizi, *Passatopresente*, cit., 69, parla di una sostanziale «collusione tra due oligopoli, da un lato i partiti, sempre più mediatori tra società e Stato, dall'altro poche imprese», onorata «dai governi che avevano sempre garantito il salvataggio delle maggiori aziende, in primis la FIAT, nelle fasi più difficili».

45. M. Mucchetti, *Cassa depositi e prestiti, il nuovo centauro*, in *Italianieuropei*, n. 2, 2017, 57.

46. Per questo l'economista Enrico Perotti affermò che, quanto alla *governance* e all'organizzazione dell'intero sistema imprenditoriale pubblico, «il nostro paese appariva l'anticamera del socialismo reale», presentando, dal punto di vista econometrico, «elementi comuni» al sistema socialista, pur nella differente cornice di istituzioni democratiche (l'intervista è riepilogata da S. Colarizi, *Passatopresente*, cit., 8, che sul tema cita altresì S. Pons, *La rivoluzione globale. Storia del comunismo internazionale*, Einaudi, 2012).

47. F. Barca, S. Trento, *La parabola delle partecipazioni statali*, cit., 186.

48. G. Ruffolo, S. Cassese, *Trasformazioni istituzionali nei rapporti tra Stato e grandi imprese*, in *Tempi moderni*, n. 11, 1962, 72-73, riepilogava che era «comune opinione che la proprietà e la gestione dei beni [fossero] – nelle economie moderne – profondamente separate. Da una parte vi sono i meri proprietari non interessati alla gestione, dall'altra gli amministratori – non proprietari. Questo carattere ricorre non solo nelle organizzazioni private (…) ma anche nel settore pubblico».

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

impostazione la proprietà era infatti attribuita a un unico azionista (lo Stato), ma quest'ultimo lasciava alle partecipate una notevole autonomia gestionale ai singoli amministratori. Si trattò di un modello di *governance* fondato sul *self-restraint* della politica. I poteri dell'azionista pubblico non erano rigidamente perimetrati dalla legge e, in linea di principio, se «l'avesse voluto», il Governo sarebbe potuto intervenire per influenzare le decisioni amministrative delle partecipate.[49] In concreto, tuttavia, ciò avveniva in maniera molto limitata per via di una scelta politica di non interferenza compiuta in primo luogo dalla Democrazia cristiana degli anni '50 e '60.[50]

Nel Dopoguerra era stato infatti acceso il dibattito sull'interpretazione dell'art. 41, co. 3, Cost., secondo cui «la legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali». Da un lato, i sostenitori della programmazione economica contestavano l'insaziabile allargamento dell'azionariato pubblico, ritenendo che l'indirizzo dell'impresa al perseguimento di obiettivi di interesse generale prescindesse dalla natura pubblica o privata delle compagini. Secondo questa autorevole – benché minoritaria – impostazione, il Governo disponeva di "leve" efficaci per la «funzionalizzazione delle attività economiche (…) pubblicamente rilevanti», che non implicavano necessariamente la nazionalizzazione degli *asset*. In particolare, si sostenne che «la distinzione tra pubblico e privato risultante (…) dal diritto positivo non coincide necessariamente con quella che può risultare dal piano. Da quest'ultimo punto di vista assumono rilievo pubblico imprese giuridicamente private, mentre lo perdono imprese attualmente definite pubbliche. (…) Non possono dunque essere accettate le posizioni di coloro che vorrebbero limitare l'operatività concreta del piano al settore pubblico, così come oggi risulta dal diritto positivo. All'opposto, occorre ridefinire il settore pubblico – e quindi l'area di diretta operatività della pianificazione – in base agli obiettivi del piano», che costituisce una «"chiamata in responsabilità" degli amministratori passando sopra ai vecchi dogmi – che ancora alimentano le discussioni sulla pianificazione – della proprietà privata dei mezzi di produzione».[51] Tuttavia, nonostante qualche solido tentativo, quest'impostazione teorica rimase

49. F. Barca, S. Trento, *La parabola delle partecipazioni statali*, cit., 196.

50. *Ibidem*.

51. G. Ruffolo, S. Cassese, *Trasformazioni istituzionali nei rapporti tra Stato e grandi imprese*, cit., 70.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

all'epoca sostanzialmente minoritaria.[52] Sin dagli anni Sessanta, infatti, la «dilatazione dell'economia pubblica» aveva rappresentato «il perno su cui (…) si erano aggregati gli esecutivi di centrosinistra», il cui «statalismo era stato ampiamente condiviso dai cristiani sociali e dai cattolici marxisti, influenti gruppi di pressione della DC».[53] Per questo, benché in gran parte d'Europa si fosse scelto di strutturare l'economia nazionale sul doppio binario pubblico e privato, «in Italia le aziende controllate dallo Stato si erano sviluppate fino a coprire quasi il 40% nel settore delle industrie e quasi il 100% in quello delle banche».[54]

Sul fronte dell'azionariato statale, furono le riforme introdotte nel «triennio» 1955-1957 a imprimere una svolta ai poteri d'ingerenza del Governo, affidando al Ministero delle Partecipazioni statali e al CIPE il compito di definire le strategie generali dell'azionariato pubblico.[55] L'attività dell'IRI fu assoggettata dalla l. n. 1589 del 1956 a un indirizzo politico pervasivo da parte dell'Esecutivo, spettando a un comitato di ministri determinare le «direttive generali» relative alla gestione delle partecipazioni. È cosa nota che tale apparato normativo fu utilizzato in maniera crescente per indirizzare le imprese a partecipazione statale al perseguimento di obiettivi diversi dal profitto, stimolando «il sistema dei partiti» a ingerirsi finanche negli aspetti di dettaglio della discrezionalità manageriale,[56] quali «la localizzazione e dimensione degli impianti, le politiche del personale, la scelta dei settori di investimento e produzione e così via».[57] L'esito concreto di questo assetto fu un agglomerato di imprese pubbliche che si caratterizzava per lo strutturale disavanzo, di cui solo la costante ricapitalizzazione da parte dello Stato garantiva la sopravvivenza.

52. Tacciata di echeggiare moduli pianificatori di ispirazione sovietica (S. Cassese, *Le strutture del potere*, Laterza, 2023, 26).

53. S. Colarizi, *Passatopresente*, cit., 8.

54. Ivi, 6-7.

55. E. Di Carpegna Brivio, *Stato ed economia di mercato. La via italiana per la ricostruzione postbellica tra giudizio storico e seduzioni contemporanee*, in *Federalismi.it*, n. 21, 2020, 158.

56. Riassume P.A. Toninelli, *Tra Stato e mercato*, cit., «se negli anni Cinquanta, la relazione tra *holding* pubbliche e sistema politico era stata di carattere cooperativo piuttosto che gerarchico, con il rarefarsi delle condizioni che sottostavano alla sua efficienza il sistema gradualmente si indebolì e la confluenza di interessi e l'unità di intenti fra imprese pubbliche e sistema politico cominciarono a incrinarsi. Era la conseguenza, soprattutto, di importanti modificazioni del quadro politico: la formazione di una coalizione di centrosinistra al governo del paese significò infatti anche l'ingresso di nuovi partiti – e quindi di nuovi interessi – nell'Amministrazione delle imprese pubbliche».

57. E. Di Carpegna Brivio, *Stato ed economia di mercato*, cit., 159.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Le ragioni che condussero alla privatizzazione e dismissione delle società controllate dallo Stato sono ampiamente note[58] e fuorvierebbero l'oggetto della trattazione. L'ingombrante precedente dell'IRI, tuttavia, costituisce un interessante termine di paragone per indagare se la disciplina legislativa del "nuovo" azionariato pubblico contenga sufficienti «antidoti contro le devianze e gli eccessi di intrusione».[59]

Secondo un primo approccio, suggerito ad esempio da Franco Bassanini, l'intervento della "nuova" *holding* pubblica nel capitale della società doveva fungere in principalità al *finanziamento* delle imprese strategiche, stimolando gli investimenti nei settori individuati dal d.m. 2 luglio 2014, senza sovraesporre – al contempo – le società alle insidie del mercato della liquidità.[60] In particolare, *Fondo strategico italiano SGR S.p.A.*, oggi rinominata *CDP Equity S.p.A.*, avrebbe dovuto stimolare «la crescita dimensionale, il miglioramento dell'efficienza operativa l'aggregazione con altre imprese del settore, la capacità di competere sui mercati internazionali», attraendo altresì investitori esteri interessati a intervenire nel sistema imprenditoriale italiano con la garanzia di un *partner* solido.[61] A tal fine, l'azionista pubblico avrebbe dovuto limitarsi ad acquisire partecipazioni di norma di minoranza, mediante supporto agli aumenti di capitale.[62] Su questa linea, la letteratura più sensibile

58. Ivi, 160, dopo aver svolto un ruolo da protagonista negli anni del c.d. "miracolo economico", «l'azionariato di Stato si vide assegnare obiettivi che esulavano sempre più dal sostegno e riequilibrio alla struttura economica e produttiva. IRI, ENI e i nuovi enti di gestione che vennero costituiti tra 1958 e il 1962 (EHAM, EAGAT e EFIM furono ampiamente impiegati sul fronte dei salvataggi industriali e nella realizzazione di progetti imprenditoriali ambiziosi, ma anche altamente rischiosi».

59. In questi termini, G. Amato, *Bentornato Stato, ma*, il Mulino, 2022, 73 ss.

60. F. Bassanini, *La Cassa depositi e prestiti nell'economia sociale di mercato*, testo disponibile all'url: *https://www.bassanini.it/wp-content/uploads/2013/10/La-Cassa-Depositi-e-Prestiti-nelleconomia-sociale-di-mercato.pdf* (u.c. 22 settembre 2025).

61. Sulla riconduzione dell'*holding* Cassa depositi e prestiti i tra i fondi sovrani, declinati non nel senso tradizionale di «strumenti offensivi» diretti a utilizzare la liquidità pubblica per l'acquisizione di assets stranieri di grande rilevanza economica (o politico-strategica), bensì per «difendere la solidità del sistema economico», attraverso l'attivazione di *joint venture* pubblico-private capaci di volgere il capitalismo globale verso il perseguimento di interessi collettivi nazionali cfr. V. Manzetti, *Cassa depositi e prestiti*, Editoriale Scientifica, 2021, 319.

62. Ivi, 3; cfr. anche 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*, n. 2, 2015, 382; M Giachetti Fantini, *La "straordinaria mutazione" del ruolo di Cassa depositi e prestiti nel passaggio dallo Stato azio-*

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

all'autonomia del mercato ha esortato le nuove *holding* pubbliche a veicolare il proprio intervento attraverso l'acquisizione di strumenti finanziari privi dei diritti di partecipazione, anche al fine di non imbrigliare la promozione degli investimenti nelle eventuali maglie dell'*Antitrust*,[63] inevitabilmente attenta al regime delle concentrazioni. Sennonché, l'azione di CDP a tutela degli investimenti pubblici è andata ben oltre. Attraverso il veicolo CDP *Equity*, l'azionista pubblico ha spesso preferito riservarsi il controllo delle società bersaglio,[64] dimostrando che l'obiettivo della *holding* pubblica non è e non può essere soltanto quello di finanziare l'impresa strategica o proteggere l'italianità delle reti, ma mira a condizionarne la *governance*, indirizzando le scelte manageriali verso il perseguimento di interessi pubblici extra patrimoniali.[65]

Questo assetto emerge con nettezza di termini dall'analisi operata dalla Corte dei conti sulla recente vicenda relativa alla riacquisizione in mano pubblica della rete autostradale.[66] Secondo la magistratura contabile, l'operazione di CDP *Equity* in ASPI non può essere esaminata in termini prettamente economici di *business rule*, ma va considerata espressione dell'indirizzo politico/amministrativo del Governo, in quanto organo di gestione del demanio autostradale dello Stato. Come rilevato dalla Sezione di controllo, infatti, l'azione di CDP in ASPI è stata realizzata al fine di evitare a quest'ultimo la decadenza dalla concessione, evitando altresì al MIT l'applicazione dell'art. 9 del disciplinare, che avrebbe onerato lo Stato del versamento di tutti i proventi previsti fino al 2038, anche in caso di revoca per inadempimento del concessionario. Ciò ha suscitato le perplessità del TAR Lazio, secondo cui l'esito del procedimento sanzionatorio nei confronti di una società di capitali non può in alcun modo dipendere dal gradimento politico del Ministero per la compagine azionaria, né i poteri di governo del mercato possono essere utilizzati per privilegiare l'investitore pubblico.[67]

nista allo Stato investitore, in *Federalismi.it*, n. 6, 2018, 37; V. Manzetti, *Cassa depositi e prestiti*, cit., 270.

63. V. Minervini, *L'improvvisa "accelerazione" (post Covid) dell'azionariato di Stato*, cit., 250.

64. S. Screpanti, *Il ruolo delle società pubbliche per l'infrastrutturazione del Paese*, in F. Bassanini. G. Napolitano, L. Torchia (a cura di), *Lo Stato promotore*, il Mulino, 2021, 51.

65. Su cui sia rinvia a F. Dalla Balla, *Fare Stato a ogni effetto: l'intervento di Cassa depositi e prestiti nel mercato*, in *Munus*, n. 3, 2023, 695.

66. Corte dei conti, Sez. contr. Governo, delib. 29 marzo 2022, n. SCCLEG/2/2022/PREV.

67. TAR Lazio, Sez. IV, 19 ottobre 2022, n. 13434.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Anche con riferimento ai primi scampoli di operatività del patrimonio rilancio è emersa l'ingombrante ombra dell'azionista pubblico, che non interviene come mero finanziatore dell'impresa strategica o del progetto di rilancio, ma mira a condizionarne la *governance*. Come recentemente messo in luce dalla Camera dei deputati, l'azionista pubblico nelle piccole e medie imprese (fino a 50 milioni di fatturato) concorre prevalentemente a finanziare la società, destinando risorse in via indiretta, attraverso fondi d'investimento, OICR e società partecipate, in complementarità con il sistema bancario o, comunque, attraverso collaborazioni con operatori di mercato privati. Nei confronti dei settori c.d. "*Mid Cap*" (fino a 500 milioni di euro di fatturato) e *large corporate*, viene invece preferito un modello diretto di intervento (anche, eventualmente, per il tramite delle proprie controllate), con l'obiettivo di presidiare e influire sulla *governance* delle società *target*.[68]

Per evitare la torsione di questo strumento a finalità extra-economiche sono state introdotte specifiche contromisure. Dopo una prima fase di incertezze, il PR è stato ripartito dal MEF in tre comparti (il Fondo nazionale di supporto temporaneo, il Fondo nazionale strategico e il Fondo nazionale ristrutturazioni imprese), ma solo il primo – ovvero l'FNST – opera nel quadro temporaneo del *Temporary Framework*, con una dotazione pari a un miliardo sui circa 44 che saranno resi disponibili dal Governo nel corso degli anni.[69] La legge non prevede forti garanzie per evitare la deviazione dell'investimento secondo logiche extra-profittuali, specie in un settore così delicato come quello delle ristrutturazioni industriali. Per questo, specifiche tutele sono state introdotte dal regolamento di gestione del Patrimonio destinato. In particolare, il d.m. 3 febbraio 2021, n. 26, ha prescritto l'obbligo di compartecipazione paritaria dei privati, che dev'essere addirittura maggioritaria nel caso delle operazioni svolte attraverso OICR, al fine di prevenire l'uso della finanza pubblica per la ricapitalizzazione di imprese prive di una reale prospettiva di redditività.[70] L'istruttoria sulle prospettive di redditività, invece, dev'essere realizzata da un *advisor* esterno.[71] Tutto ciò nel tentativo di evitare la strumentalizzazione della ricapitalizzazione pubblica

68. Camera dei deputati, Commissione di vigilanza sulla CDP, *Ruolo di Cassa depositi e prestiti a supporto del sistema imprese*, XVIII legislatura, doc. X, n. 3.

69. MEF, d.m. 17-24 maggio 2021.

70. CDP S.p.A., *Relazione finanziaria annuale 2022*, All. A, B e C, testo disponibile all'url*: https://www.cdp.it/internet/public/cms/documents/RFA_2022_Gruppo_CDP_ITA.pdf* (u.c. 28 settembre 2025).

71. *Ibidem*.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

come "salvatore di ultima istanza", finendo per degradare l'intervento dell'azionista statale a quelle realtà aziendali il cui *turnaround* abbia perso ogni appetibilità per il mercato.

Nell'ambito del PR, dunque, la normativa di attuazione ha maggiormente enfatizzato forme e procedure volte a focalizzare l'intervento pubblico sulla meritevolezza della singola iniziativa imprenditoriale. L'azione della *holding*, infatti, non si giustifica tanto quale *extrema ratio* per le imprese espulse dal mercato della liquidità, quanto – piuttosto – va a irrobustire l'apporto finanziario e reputazionale necessario a quelle ristrutturazioni che pur riscuotono l'interesse del mercato (mediante soci dell'OICR, che detengono finanche la maggioranza dell'aumento di capitale o quelli chiamati a co-finanziare in misura, almeno paritaria, l'operazione). Così facendo, l'intervento pubblico prova a contrastare l'indebolimento strutturale del settore creditizio, svolgendo un ruolo di supplenza rispetto alla difficoltà delle banche nel fornire liquidità al sistema produttivo, ingessate dai requisiti di patrimonializzazione previsti dalla dir. (UE) n. 36 del 2013 e dagli accordi "Basilea III", da cui – in quanto «istituto nazionale di promozione» – è esente CDP S.p.A.[72]

Per le medesime ragioni, le "regole d'ingaggio" del Patrimonio rilancio lasciano trasparire un nuovo ruolo (oggetto del successivo par. 4) per l'investitore pubblico, che – con plurimi interventi e alterni successi – ha assunto su di sé l'onere di bilanciare la riottosità dei risparmiatori italiani (e dei gestori del portafoglio di investimenti) per il finanziamento dell'economia reale e, in particolare, per gli strumenti obbligazionari *corporate* del mercato domestico,[73] che attraggono solo in minima parte l'enorme potenziale residente negli oltre cinquemila miliardi di ricchezza finanziaria.

4. *National Promotional Banks* nel fallimento del mercato

L'art. 1, co. 826, della l. n. 208 del 2015 ha sancito in via normativa la qualificazione di Cassa depositi e prestiti tra gli istituti nazionali di promozione di cui all'art. 2, n. 3), del reg. (UE) n. 1017 del 2015. La nozione si rifà, com'è noto, ai requisiti dell'attività creditizia pubblica

72. G. Mulazzani, *La vocazione poliedrica della Cassa depositi e prestiti nel prisma del rapporto tra Stato e mercato*, in *Munus*, n. 1, 2022, 53.

73. Sul punto G. Ursino, *Risparmio degli italiani, solo il 16% resta nel Paese*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 luglio 2024, 2.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

enucleati dalla comunicazione della Commissione del 2015,[74] che focalizza quattro aspetti fondamentali: 1) fallimento del mercato; 2) valutazione indipendente *ex ante* ed *ex post* sulla razionalità economica dell'iniziativa; 3) standard elevati di trasparenza e responsabilità degli amministratori; 4) separazione tra le funzioni di indirizzo e gestione manageriale. Il vantaggio della qualificazione come banca nazionale di promozione risiede nel fatto che il relativo bilancio resta escluso dal novero dei soggetti che concorrono alla definizione del Conto economico consolidato predisposto dagli Stati ai fini del Sistema europeo di contabilità (SEC 2010) «in ragione dell'autonomia rispetto al governo di cui gode la banca di promozione nazionale nell'adozione delle sue decisioni di concessione dei prestiti e dell'indipendenza dei membri dei suoi organi direttivi».[75]

Nella citata cornice normativa è il concetto di *market failure* a circoscrivere l'intervento delle *National Promotional Banks*, imbrigliando l'operatività degli INP entro il perimetro di un presupposto empirico e tecnico. Ciò con l'evidente obiettivo di sottrarre alla discrezionalità politica "pura" la gestione degli istituti di credito pubblici. Il principio richiama un assunto generale di teoria economica ed è stato, ad esempio, posto dalla giurisprudenza e dalla legislazione (cfr. d.lgs. n. 175 del 2016 e d.lgs. n. 201 del 2022), alla base della nozione di SIEG e dei limiti alla possibilità di costituire società a partecipazione pubblica. Con riferimento al settore delle partecipazioni statali, tuttavia, il "fallimento del mercato" non sembra particolarmente efficace nel circoscrivere l'azione della NPB, specie in presenza di mercati condizionati da strutturali problemi di inefficienza e competitività. Tale assunto emerge con una certa evidenza dalla pianificazione strategica delle *holding* statali, che eleggono obiettivi di sistema correlati a una visione generale di politica economica, difficilmente correlabile a singoli fallimenti del mercato. Ad esempio, il Piano strategico per il triennio 2022-2024, che guida l'intervento del gruppo CDP S.p.A. nel mercato dei capitali, si prefigge di irrobustire il settore pubblico per compensare la generale frammentazione del credito privato, condizionato da «operatori piccoli e un'offerta non completa lungo le differenti fasi del ciclo di vita delle imprese», anche in funzione di contrappeso strutturale rispetto alla «prevalenza del credito

74. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Lavorare insieme per la crescita e l'occupazione: il ruolo delle banche nazionali di promozione a sostegno del piano di investimenti per l'Europa*, COM(2015) 0361.

75. *Ibidem*.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

bancario», nell'ottica di favorire un'equilibrata e differenziata «composizione delle fonti di finanziamento delle imprese».[76] Mentre il concetto di fallimento del mercato presuppone una inefficienza settoriale,[77] alla quale rapportare la necessità dell'intervento statale, le politiche d'investimento dell'azionista pubblico perseguono obiettivi ormai trasversali, legati all'indebolimento del capitalismo privato nazionale e, soprattutto, alla crescente disaffezione dell'investitore interno per gli *asset* del mercato domestico,[78] che rimane refrattario ai vari tentativi del legislatore di indirizzare il risparmio privato «a sostegno dell'economia reale del Bel Paese».[79] Per fare un esempio, nell'anno 2023, i complessivi 546 miliardi di euro affidati dalle famiglie ai gestori sono stati in prevalenza stati dirottati verso titoli esteri (419,4 mld), in parte sono rimasti parcheggiati su *asset* liquidi (39,1 mld), mentre il residuo è in maggioranza attratto da titoli di Stato.[80] Per converso, i capitali stranieri non presentano una spiccata propensione a investire nel tessuto produttivo italiano. L'interesse degli investitori internazionali, peraltro, resta tendenzialmente circoscritto alle prime 40 società per capitalizzazione, mentre la presenza del capitale straniero nell'azionariato delle società quotate diminuisce sino ad arrivare a un esiguo 9% nel settore delle PMI ad alto potenziale

76. CDP S.p.A., *Mercato dei capitali. Linee guida strategiche settoriali*, testo disponibile all'url: *https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP_MERCATO_DEI_CAPITALI_ITA.pdf* (u.c. 28 settembre 2025).

77. Sul fatto che l'intervento degli istituti nazionali di promozione deve essere rigorosamente circoscritto a singoli «settori caratterizzati da diffusi fallimenti del mercato (…) individuati tramite un'accurata analisi indipendente», cfr. V. Bonfitto, *Gli aiuti di Stato e il ruolo degli Istituti nazionali di promozione*, in F. Bassanini. G. Napolitano, L. Torchia (a cura di), *Lo Stato promotore*, il Mulino, 2021, 121.

78. Come nota F. Cornelli, *L'Europa va ricapitalizzata, per i privati un ruolo chiave*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 luglio 2024, 3.

79. La l. n. 232 del 2016 (come modificata dal d.l. n. 50 del 2017 e dalla l. n. 205 del 2017), ad esempio, ha introdotto specifiche agevolazioni fiscali a favore dei sottoscrittori dei piani individuali di risparmio (c.d. "PIR"), composti da almeno il 70% di strumenti finanziari qualificati, emessi da imprese italiane o europee con stabile organizzazione in Italia (di cui almeno il 3,50% del valore complessivo degli investimenti del PIR dev'essere investito in nel settore *Small Cap* e il 17,50% in *Mid Cap* e/o *Small Cap*). A oggi il patrimonio dei PIR (ordinari o alternativi) si assesta attorno ai 18 mld di euro, con un'incidenza sul flottante degli indici delle *Small cap* di Piazza Affari che non arriva al 10%, anche in ragione del fatto che per la quota non vincolata al mercato nazionale (pari al 30% del valore complessivo degli investimenti), i fondi si rivolgono in misura significativa al mercato statunitense, specie quello delle *Big Tech*.

80. In questi termini G. Ursino, *Risparmio degli italiani, solo il 16% resta nel Paese*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 luglio 2024, 2.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

di crescita.[81] A questo *trend* non fanno eccezione gli investitori istituzionali e – in particolare, per quanto concerne la gestione del risparmio privato – i fondi pensione aventi sede in Italia, che investono in media il 25% del proprio patrimonio in *asset* nazionali (con l'eccezione delle casse di previdenza dei professionisti, che destinano soltanto il 46% di masse gestite a investimenti esteri).[82]

Perciò, paradossalmente, il buon saggio di risparmio privato italiano «va a finanziare prevalentemente Wall Street», scaricando sull'investitore pubblico nazionale il compito di provare a controbilanciare gli effetti negativi della concorrenza globale tra i mercati finanziari.[83] Difficilmente lo Stato può porre rimedio alle scelte dei risparmiatori con tecniche di *command and control* (rispetto al quale anche la leva fiscale ha sortito scarso effetto),[84] prediligendo piuttosto un approccio *soft power*, volto a stimolare l'interesse degli investitori internazionali nei confronti del sistema economico italiano.[85]

Cassa depositi e prestiti ha dunque saputo adattare il proprio ruolo nel corso del tempo, recependo le necessità contingenti. L'operatività tradizionale, legata alla concessione di mutui alle PA, è oggi meno strategica che in passato, posto che la normativa in materia di contabilità pubblica ha contingentato la possibilità per gli enti territoriali di ricorrere all'indebitamento, ponendo altresì un freno alla prassi della rinegoziazione a lunga scadenza. Inoltre, specie in costanza del PNRR, le risorse destinate agli investimenti superano talvolta la stessa capacità di spesa degli enti pubblici.[86] Su queste premesse, il legislatore ha dirottato l'attenzione di CDP S.p.A. dapprima verso il mercato dell'*equity* (d.l. n. 34 del 2011) e, più recentemente, verso il finanziamento delle imprese private. Traspare da questa metamorfosi una diversa sfaccettatura della *holding* pubblica, che – sfruttando la perdurante appetibilità dei titoli garantiti dallo Stato da parte dei risparmiatori – svolge un ruolo di collettore di risorse finanziarie tratte dal risparmio privato (principalmente attraverso la raccolta postale e le emissioni di BTP che alimentano il

81. *Ibidem*.

82. *Ibidem*.

83. F. Cornelli, *L'Europa va ricapitalizzata*, cit., 3.

84. Con riferimento allo scarso successo dei Piani individuali di risparmio (PIR), I. Della Valle, *Nel 2023 fuoriusciti dalle casse dei Piani di risparmio 2,6 miliardi di euro*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 gennaio 2024.

85. Sul ruolo di CDP come *anchor investor*, S. Screpanti, *Il ruolo delle società pubbliche per l'infrastrutturazione del Paese*, cit., 55.

86. F. Bassanini, *La Cassa depositi e prestiti nell'economia sociale di mercato*, cit., 2.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Patrimonio rilancio)[87] per riversarle (almeno in parte) nel settore *corporate*, cui quegli stessi capitali si mostrano – stando ai dati sopracitati – restii ad accedere. Si tratta naturalmente di uno sviluppo legittimo, ma del tutto opposto rispetto al finanziamento delle opere pubbliche.

L'apparente rigidità della Comunicazione sulle *National Promotional Banks*, perciò, si scontra con il rilievo che – una volta calato nella dinamica politica – il concetto di *market failure* dipende dall'attitudine del mercato a pregiudicare o perseguire gli interessi pubblici in quel momento considerati prevalenti da una data compagine di governo. La nettezza di termini, con cui la Commissione europea ha ancorato l'intervento pubblico degli istituti nazionali di promozione a una dimensione strettamente tecnica di *business rule*,[88] si scontra infatti con la permanenza di una discrezionalità quasi "politica" nella selezione di quelle stesse "esternalità negative" *extra*-economiche che giustificano e, anzi, impongono l'azione sussidiaria dell'investitore pubblico.

In questo senso, le ambiguità nella *governance* della *National Promotional Bank* (variamente criticata, nel caso italiano, tanto per la scarsa *accountability*[89] quanto per i non nitidi rapporti con il Governo)[90] pongono una questione di diritto costituzionale. Il fenomeno delle NPB, infatti, esemplifica la tendenza dell'ordinamento europeo alla *depoliticizzazione* dei corpi di governo del mercato. Se il "*market failure*" non riesce a rendere l'intervento degli istituti nazionali di promozione una questione puramente e oggettivamente tecnico-economica, allora la Comunicazione del 2015 – che enfatizza il «necessario grado di indipendenza» degli organi di gestione – non esclude l'esistenza di una discrezionalità nella selezione degli interessi pubblici da perseguire, ma si adopera piuttosto affinché questa sia sottratta nella massima misura possibile all'ingerenza delle istituzioni politiche.[91]

87. Cfr. ad esempio MEF-Dipartimento del Tesoro, decreto 7 giugno 2021, prot. DT 52518.

88. Nel caso delle «nuove aree di intervento», la necessità di una «accurata analisi indipendente *ex ante*», volta a soddisfare «il principio dell'intervento in presenza di fallimenti di mercato» è sottolineata da V. Bonfitto, *Gli aiuti di Stato e il ruolo degli Istituti nazionali di promozione*, cit., 121.

89. M. Giachetti Fantini, *La "straordinaria mutazione" del ruolo di Cassa depositi e prestiti nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore*, in *Federalismi.it*, n. 6, 2018, 60.

90. F. Dalla Balla, *Fare Stato a ogni effetto*, cit., 695.

91. Come nota S. Screpanti, *Il ruolo delle società pubbliche per l'infrastrutturazione del Paese*, cit., 53, in linea di principio «la CDP non costituisce uno strumento d'intervento statale per attuare la politica pubblica economica o infrastrutturale, in

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Lo stimolo alla depoliticizzazione del processo decisionale a favore delle «istituzioni non maggioritarie»[92] costituisce un tratto caratterizzante del processo di integrazione dei sistemi economici europei, mediante la «crescente accettazione e legittimazione dei processi decisionali non-politici»,[93] che pur si riflettono sull'esercizio del bilancio statale.

Questa tendenza trova un autorevole ascendente nella *Federal Reserve* statunitense[94] e non può essere semplicisticamente interpretata come un tentativo del mercato di sottrarsi al controllo democratico. Al contrario, come notato da attenta letteratura, la de-politicizzazione di alcuni snodi del governo dell'economia risponde a uno spontaneo arretramento «dei *leader* politici» dalle istituzioni del settore.[95] E infatti, a partire «dalla rottura del sistema di Bretton Woods (…), i governi» persero progressivamente «non solo la loro capacità di modellare l'economia, ma anche *il desiderio* di farlo. (…) L'integrazione dei mercati globali del capitale negli anni Novanta» aveva infatti «eroso gli strumenti tradizionali» di controllo del mercato,[96] contribuendo alla crisi di popolarità di una politica in parte disarmata e in parte sopraffatta dalla responsabilità di fronteggiare le sfide e le insidie della globalizzazione.

La tendenza alla de-politicizzazione argina inoltre "l'imbarazzo" dei partiti derivante dal fatto che – in un sistema regolamentare ormai inestricabilmente multilivello – alle enfatizzate differenze ideologiche tra destra e sinistra non fa necessariamente seguito una proporzionale diversità delle politiche economiche pubbliche, promosse dall'una o dall'altra maggioranza, spesso vincolate all'attuazione di principi e obiettivi cogenti negoziati altrove.[97] Alla prova dei fatti «la discrezionalità politica» dei governi nel plasmare la politica industriale «è diventata sempre più limitata dagli imperativi della globalizzazione e, con l'espansione dell'Unione europea e dell'area di libero scambio (…), anche [dalle] regole imposte dal Patto di crescita e stabilità e dalla Banca centrale».[98]

virtù dell'autonomia operativa e decisionale che contraddistingue il suo funzionamento».

92. G. Majone, *Regulating Europe*, Routledge, 1996, 12.
93. P. Mair, *Governare il vuoto*, Rubbettino, 2016, 23
94. G. Majone, *Regulating Europe*, cit., 12
95. P. Mair, *Governare il vuoto*, cit., 22.
96. Ivi, 61.
97. Ivi, 65.
98. *Ibidem*.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Lo statuto delle NPB, dunque, non è che il sintomo di trasformazioni costituzionali profonde, che inducono le stesse istituzioni rappresentative a condividere in larga misura le scelte di politica economica con enti non partitici, sciolti dalla responsabilità elettorale e dunque più propensi a eleggere e perseguire taluni interessi collettivi[99] attraverso strategie di lungo termine,[100] affidando loro segmenti sempre più importanti delle strategie di crescita e/o protezione[101] del Paese.

5. Tra pubblico e privato: la "torsione"[102] di Cassa depositi e prestiti verso il sostegno alle imprese

La questione in merito alla natura soggettivamente pubblica o privata di Cassa depositi e prestiti e prestiti ha progressivamente perso di rilevanza, in quanto ciascuna branca del diritto ha elaborato criteri definitori peculiari, sicché le conclusioni mutano a seconda che s'intenda assoggettare l'operato della società alla disciplina in materia di contratti pubblici,[103] alla giurisdizione amministrativa, alla giurisdizione contabile, alla disciplina *Antitrust* ecc. La stessa nozione di "organismo di diritto pubblico", di derivazione europea, sembra a maggior ragione inefficace per decriptare le dinamiche infragruppo.[104]

La recente riscoperta degli strumenti del diritto privato per il governo dell'economia, d'altronde, ha ragioni profonde. La strategia dell'intervento pubblico nel mercato è stata improntata, fino agli anni '90, sul prototipo dello «Stato regolatore», cui si riteneva spettasse, tutt'al più, «correggere le situazioni di insuccesso o di "fallimento del mercato" (*market failures*) con strumenti di intervento e misure correttive

99. Sulla funzione di Cassa depositi e prestiti come interprete dell'interesse pubblico, S. Screpanti, *Il ruolo delle società pubbliche per l'infrastrutturazione del Paese*, cit., 55.

100. G. Majone, *Regulating Europe*, cit., 12.

101. Sulla funzione "protezionistica" di CDP S.p.A. nel «garantire (…) un controllo del socio pubblico indiretto su asset infrastrutturali strategici», cfr. S. Screpanti, *Il ruolo delle società pubbliche per l'infrastrutturazione del Paese*, cit., 55.

102. Il riferimento è a F. Cortese, I. Martìn Delgado, F. Di Lascio, *Introduzione*, in Id. (a cura di), *L'intervento pubblico in economia in tempi di crisi*, FrancoAngeli, 2025, 7.

103. Cass. civ., Sez. un., 18 gennaio 2022, n. 1482; Cons. Stato, Sez. V, 7 febbraio 2020, n. 964.

104. Sul punto si rinvia a F. Dalla Balla, *Il gruppo Cassa depositi e prestiti e la crisi dell'organismo di diritto pubblico*, in *Riv. trim. appalti*, n. 2, 2024, 467 ss.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

di tipo autoritativo (o di *command and control*)».[105] L'«ortodossia del *laissez faire*»[106] si ispirava al paradigma generale del «mercato efficiente», in virtù del quale – tendenzialmente – gli operatori agiscono in una prospettiva razionale, i prezzi restano «buoni indicatori del valore economico» dei beni e dei servizi, l'uso dei modelli matematici seleziona i rischi e li contiene[107] ecc. Ne è derivato per lungo tempo l'approccio tecnico-politico imperniato sull'assunto che «è l'intervento dello Stato che deve essere giustificato, non la libertà dei privati di operare e contrattare».[108] La conseguenza concreta di questo "minarchismo" economico[109] era la perimetrazione dell'intervento pubblico nel mercato entro i limiti stringenti del principio di proporzionalità, ovverosia solo laddove strettamente necessario a risolvere le situazioni problematiche nelle quali il diritto privato «non è in grado di tutelare gli interessi della collettività» (inquinamento, monopoli naturali, asimmetrie di potere fra i gestori delle imprese o tra questi e i consumatori ecc.),[110] preferibilmente ricorrendo a valutazioni intrinsecamente obiettive e imparziali, slegate dall'indirizzo politico e dalla pianificazione industriale (da cui la proliferazione delle *authorities* indipendenti).

La crisi economica globale del 2008 ha messo in discussione questi postulati tradizionali, minando il paradigma regolatorio dei mercati. Innanzitutto, è stata fortemente relativizzata la capacità dell'attore pubblico – come soggetto "potente", ma esterno al mercato – di operare e incidere gli equilibri attraverso l'uso di strumenti autoritativi. La crisi del debito, infatti, ha ricollocato lo Stato all'interno del perimetro del mercato, evidenziando il ruolo prismatico del potere pubblico, che talvolta interviene per correggere i fallimenti del sistema economico[111], ma – tal altra – è esso stesso governato dalla "mano invisibile", in quanto soggetto che – al pari delle imprese – è costretto a finanziarsi (e, soprattutto, a ri-finanziarsi) con l'emissione di titoli di debito. La "fiducia"

105. M. Clarich, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2, 2020, 230.

106. F. Bassanini, *La Cassa depositi e prestiti nell'economia sociale di mercato*, cit., 4.

107. M. Clarich, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, cit., 236.

108. Ivi, 233.

109. Secondo V. Minervini, *Il "nuovo" azionariato di Stato*, cit., 45, la ritirata dello Stato dall'economia ha trovato idealmente il proprio acme legislativo nel TU delle partecipate di cui al d.lgs. n. 175 del 2016.

110. M. Clarich, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, cit., 233.

111. Con riferimento al fatto che in assenza di fallimenti del mercato, l'intervento pubblico riduce il benessere, J.E. Stiglitz**,** *Economia del settore pubblico*, Hoepli, 2018.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

degli investitori internazionali è dunque uno dei fattori che contribuisce a plasmare le strategie economiche nazionali, talvolta con maggiore incisività finanche rispetto alla capacità dei parlamenti[112] di indirizzare le strategie politiche dei rispettivi esecutivi.[113]

Il debito pubblico non è, infatti, (o non soltanto) l'esito patologico di politiche poco oculate di sviluppo, ma un fenomeno strutturale della forma di Stato. Il punto emerge chiaramente che hanno intersecato la teoria dei diritti con l'analisi economia. Attraverso le costituzioni del secondo '900, i poteri pubblici si sono giuridicamente vincolati ad assicurare – perlomeno in Occidente – la proliferazione dei diritti.[114] In un contesto capitalistico consolidato, la soddisfazione dei bisogni primari e, in generale, la protezione dei diritti fondamentali vengono sovente filtrate attraverso il mercato, che rimane la struttura "eletta" nel modello economico occidentale per la gestione delle filiere di approvvigionamento (da quella alimentare o farmaceutica, al lavoro e alla connettività). In termini economici, ciò significa che ai Governi è stato attribuito il «sacro compito», già noto all'impostazione keynesiana, «di produrre la principale delle risorse scarse ovvero la domanda», facendo «accedere una quantità crescente di persone entro quella classe agiata preposta a consumare il surplus, ovvero riassegna[ndo] progressivamente al consumo quella parte della popolazione scacciata dalla sfera della produzione».[115] Questo obbliga la politica a ri-legittimare costantemente il proprio ruolo, con interventi mirati a non disconnettere cittadini o classi sociali o regioni geografiche dal mercato.

Nei sistemi più tradizionalmente restii all'incremento del disavanzo pubblico, come gli Stati Uniti, il medesimo obiettivo è stato inizialmente perseguito stimolando l'indebitamento privato, ma – a seguito della

112. N. Lupo, *Gli adeguamenti dell'ordinamento costituzionale italiano conseguenti al nuovo patto di stabilità e crescita*, in *Bilancio Comunità Persona*, n. 1, 2024, 180, con riferimento al fatto che l'art. 11 del Regolamento (UE) n. 2024/1263 prevede come facoltativa la discussione in Parlamento del Piano nazionale strutturale di bilancio.

113. Indicativa, in proposito, la vicenda relativa al c.d. "*mini-budget*", proposto dal primo ministro inglese Liz Truss nell'autunno 2022, che – implicando una importante riduzione fiscale compensata da una (prevista) accelerazione della crescita – compromise la fiducia degli investitori internazionali sulla sostenibilità finanziaria del debito pubblico, provocando il crollo della sterlina e del valore dei titoli di Stato (A. De Luca, *UK: Liz Truss la breve*, testo disponibile all'url: *https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/uk-liz-truss-la-breve-36482*, u.c. 28 settembre 2025).

114. N. Bobbio, *L'età dei diritti*, Einaudi, 1990; Id., *Destra e sinistra*, Donzelli, 1994, 152-153.

115. R.A. Ventura, *Teoria della classe disagiata*, minimum fax, 2017, 53.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

crisi finanziaria innescata dalla cartolarizzazione dei mutui *subprime* – «il meccanismo è saltato»,[116] riflettendosi sull'esplosione del debito federale.[117] Ciò ha determinato un legame strutturale e difficilmente scindibile tra lo Stato sociale e il debito,[118] che non è astrattamente solvibile, ma non costituisce neppure un problema, fino a che la finanza pubblica riesce garantire il periodico rifinanziamento dei titoli in scadenza, posto che «come il gatto del paradosso di Schrödinger, chiuso in una scatola, del quale non possiamo sapere se è vivo oppure morto», anche il debito pubblico «per quanto colossale, non è mai un problema in sé, fintanto che si è certi di disporre, al momento opportuno, della somma necessaria per estinguerlo»,[119] quand'anche ottenuta, ancora una volta, a debito sul mercato.

In una prospettiva globalizzata, i «pilastri fondanti della regolazione economica da almeno un trentennio sono in crisi»,[120] al punto che la stessa attività di regolazione può divenire "interesse commerciabile", trasformandosi in "un'utilità" oggetto di scambio sul mercato, dove sono i Governi a competere in regime di concorrenza nell'offrire trattamenti fiscali, norme di tutela del cyberspazio e fori giurisdizionali più competitivi. In questo contesto è divenuto sempre più problematico per i poteri pubblici utilizzare la regolazione per volgere il mercato verso il perseguimento di interessi generali. Al contempo, la crisi dello Stato regolatore non fa che mettere in risalto la potenza del mercato, che – se indirizzato al perseguimento di interessi pubblici, anche sovranazionali (a esempio l'ambiente) – può sviluppare azioni e sinergie di gran lunga più efficaci rispetto a quelle imposte con strumenti autoritativi.

Questo scenario globale ha inciso non poco sull'evoluzione di Cassa depositi e prestiti, che ha aggiornato la propria operatività al mutato contesto macroeconomico. Da un lato, infatti, la crisi del debito ha in-

116. In questi termini Giulio Tremonti nell'intervista a G. Trovati, *Nel downgrade USA il segno dell'arrivo di una doppia crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 agosto 2023, 4.

117. M. Valsania, *USA, il bubbone del debito: crescerà di 19.400 miliardi in 10 anni*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 febbraio 2023.

118. *Ibidem*, secondo l'Autore il legame strutturale e difficilmente scindibile tra lo Stato democratico e il debito è dimostrato dalla permeabilità di questo modello economico anche nei sistemi più tradizionalmente restii all'uso della leva fiscale e alle politiche redistributive, come gli USA, che – dopo secoli di tendenziale livellamento dall'indebitamento – hanno intrapreso, a partire dagli anni '70, una scalata verticale e continua.

119. R. A. Ventura, *Teoria della classe disagiata*, cit., 89.

120. M. Clarich, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, cit., 239.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

dotto un progressivo rallentamento nell'attività tradizionale di Cassa, legata all'erogazione dei mutui agli enti pubblici.[121] CDP S.p.A. è stata dunque stimolata a dirottare una parte delle proprie risorse verso il mercato privato, per selezionare nuove occasioni di *business*. Per altro verso, in considerazione della crisi dello Stato-regolatore, il potere pubblico ha provato a sviluppare (o, più spesso, a riattivare) strumenti di *soft power*[122] per il governo dell'economia che mirano a influenzare il mercato dall'interno, indirizzando "spontaneamente" il suo potenziale d'azione al perseguimento di taluni interessi generali. Tanto nel diritto nazionale quanto in quello europeo, la "mano pubblica" ha cercato ulteriori tecniche per spingere il mercato a eleggere come propri gli obiettivi di politica economica, dirottando la "potenza di fuoco" del capitalismo globale al perseguimento di specifici interessi pubblici locali.[123]

Non è un caso, d'altronde, che i "nuovi" poteri dell'investitore pubblico vadano irrobustendosi in tutta Europa, nell'ambito di un contesto globale nel quale i grandi *players* internazionali ambiscono alla ricerca di interlocutori e canali istituzionali stabili, per assicurare mediante la partecipazione tecnico-finanziaria pubblica l'unità d'intenti nello sviluppo dei grandi piani d'investimento pluriennali. Nell'ultimo decennio anche il mercato ha dovuto fare i conti con «lo sviluppo di movimenti antisistema, di ispirazione populista», che si alimentano con «un'opposizione crescente all'apertura dei mercati a livello nazionale e globale», in virtù di una visione «totalizzante, che nega in radice la stessa idea di un contropotere neutrale e quindi, per esempio, la possibilità di istituire regolatori indipendenti».[124] È difficile dire se si tratti di posizioni effimere o dei sintomi di una progressiva crisi del connubio tra libero mercato e democrazia, che ha condizionato in maniera determinante la prospettiva politica dell'Occidente dopo la fine della Guerra Fredda.[125] Si fa dunque più robusta la necessità di guarentigiare gli investimenti strategici con la partecipazione del *partner* pubblico, selezionato tra i corpi intermedi tecnici, che garantiscono maggiore continuità d'indiriz-

121. F. Bassanini, *La Cassa depositi e prestiti nell'economia sociale di mercato*, cit., 2.

122. J.S. Nye, *Soft Power*, in *Foreign Policy*, 1990, 153 ss.

123. Sulle operazioni svolte con il fondo sovrano *Qatar Holding LLC*, il *Russian Direct Investment Fund*, il fondo sovrano *Kuwait Investment Authority* ecc., v. M. Giachetti Fantini, *La "straordinaria mutazione" del ruolo di Cassa depositi e prestiti nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore*, cit., 37.

124. M. Clarich, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, cit., 238.

125. Cfr. *supra*, in questo volume, F. Cortese, F. Dalla Balla, *Le sfide dell'intervento pubblico in economia*, 9 ss.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

zo manageriale e predeterminabilità delle decisioni, sulla base del criterio della razionalità economica.

D'altronde, il disgregamento del capitalismo nazionale,[126] abbinato alle difficoltà strutturali della politica nell'interpretare un ruolo guida rispetto alla costruzione di una strategia economica *long run*, ha fortemente depotenziato la programmazione di politica industriale. A differenza, ad esempio, della Germania «l'Italia ha un sistema finanziario concentrato ma debole e non ha più un sistema di grandi imprese private o pubbliche, capaci di intervenire nel segno dell'interesse nazionale».[127] Su ciò si è innestato un problema finanziario, posto che i requisiti di patrimonializzazione, «tali da precludere l'assunzione di partecipazioni su larga scala»,[128] imposti alle banche, alle assicurazioni e ai fondi d'investimento, hanno finito «per penalizzare gli investimenti di medio-lungo termine»,[129] spingendo il mercato verso la ricerca di soluzioni *short-term*, slegate dallo sviluppo industriale. L'intervento dello Stato nel mercato ha dunque mostrato una rinnovata vitalità nel guidare le imprese verso soluzioni industriali, che (a seconda dei casi, con finalità protezionistiche, di sicurezza nazionale, salvaguardia dei livelli occupazionali ecc.) concorrono al consolidamento dell'interesse generale.[130]

126. M. Mucchetti, *Cassa depositi e prestiti, il nuovo centauro*, cit., 52, rileva che «dagli anni Ottanta ai giorni nostri, la crescita del Prodotto interno lordo [è] andata diminuendo in parallelo alla riduzione del numero delle grandi imprese private italiane».

127. M. Mucchetti, *Cassa depositi e prestiti, il nuovo centauro*, cit., 55.

128. Ivi, 56, «secondo i principi contabili usati dalla vigilanza, le partecipazioni assorbono capitale di vigilanza in ragione di uno a uno, troppo se vi si aggiunge la 'fame di capitale' connessa ai rischi ordinari dell'attività creditizia».

129. F. Bassanini, *La Cassa depositi e prestiti nell'economia sociale di mercato*, cit., 2.

130. A titolo esemplificativo, da ultimo, cfr. d.l. n. 187 del 2022, art. 2.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Autrici e Autori

Fulvio Cortese – professore ordinario di Diritto costituzionale e pubblico presso l'Università di Trento.

Antonino Alì – professore associato di Diritto internazionale presso l'Università di Trento.

Amelia Fiore – dottoressa di ricerca in Studi giuridici comparati ed europei presso l'Università di Trento.

Aurelio Mirone – professore ordinario di Diritto commerciale presso l'Università di Catania.

Andrea Averardi – professore associato di Diritto amministrativo e pubblico presso la Scuola IMT Alti Studi di Lucca.

Marco Bombardelli – professore ordinario di Diritto amministrativo e pubblico presso l'Università di Trento.

Silvia Pellizzari – professoressa associata di Diritto amministrativo e pubblico presso l'Università di Trento.

Francesco Dalla Balla – assegnista di ricerca in Diritto costituzionale e pubblico presso l'Università di Trento.

Niccolò Persiani – professore ordinario di Economia aziendale presso l'Università di Firenze.

Flavio Guella – professore associato di Diritto costituzionale e pubblico presso l'Università di Trento.

Carlo Alberto Manfredi Selvaggi – membro della Corte dei conti europea e presidente di sezione della Corte dei conti italiana.

Copyright © 2026 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835190660

Questo LIBRO ti è piaciuto?

Comunicaci il tuo giudizio su:
www.francoangeli.it/opinione

VUOI RICEVERE GLI AGGIORNAMENTI
SULLE NOSTRE NOVITÀ
NELLE AREE CHE TI INTERESSANO?

ISCRIVITI ALLE NOSTRE NEWSLETTER SEGUICI SU:

FrancoAngeli
La passione per le conoscenze

Vi aspettiamo su:

www.francoangeli.it

per scaricare (gratuitamente) i cataloghi delle nostre pubblicazioni

DIVISI PER ARGOMENTI E CENTINAIA DI VOCI: PER FACILITARE LE VOSTRE RICERCHE.



Management, finanza, marketing, operations, HR
Psicologia e psicoterapia: teorie e tecniche
Didattica, scienze della formazione
Economia, economia aziendale
Sociologia
Antropologia
Comunicazione e media
Medicina, sanità





Architettura, design, arte, territorio
Informatica, ingegneria
Scienze
Filosofia, letteratura, linguistica, storia
Politica, diritto
Psicologia, benessere, autoaiuto
Efficacia personale
Politiche e servizi sociali

FrancoAngeli

La passione per le conoscenze

L'ampliamento delle forme di intervento pubblico nell'economia si va progressivamente consolidando come reazione strutturale alle incognite geopolitiche, alle disfunzioni della concorrenza, alla frammentazione delle filiere industriali, alla preferenza del mercato per lo *short-termism investment*. Tuttavia, l'affannosa ricerca, da parte dei Governi, di strumenti di politica industriale che non appesantiscano i saldi del bilancio pubblico si scontra con la necessità di non sovraesporre le imprese e i settori strategici alle insidie del mercato della liquidità. Anche per questo, il graduale "ritorno" dello Stato – nell'ambito di soluzioni spesso emergenziali, elaborate in contesti di crisi finanziaria, pandemica o energetica – soffre una tendenziale disorganicità nel perseguimento di interessi divergenti, che richiedono un più forte coordinamento.

Il volume analizza gli obiettivi, le modalità e i controlli per la tutela della sicurezza economica dello Stato, nel quadro di una cornice regolatoria multilivello, alla quale concorrono il diritto internazionale e i vincoli europei.

Contributi di: A. Alì, A. Averardi, M. Bombardelli, F. Cortese, F. Dalla Balla, A. Fiore, F. Guella, C.A. Manfredi Selvaggi, A. Mirone, S. Pellizzari, N. Persiani.

Fulvio Cortese è vice-presidente del Consiglio Universitario Nazionale e professore ordinario di Diritto costituzionale e pubblico presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Trento, dove insegna Istituzioni di diritto pubblico, Diritto delle autonomie territoriali e Diritto delle migrazioni. È membro del Gruppo europeo di diritto pubblico.

Francesco Dalla Balla è assegnista di ricerca in Diritto costituzionale e pubblico presso l'Università di Trento. È autore di numerosi scritti sui temi dell'intervento pubblico in economia, dell'organizzazione costituzionale e del diritto alla salute. Per la collana *Studi di diritto pubblico* ha pubblicato il volume *Indagine sull'autodichia. Miti e prospettive tra Italia e Spagn*a (2024) e curato la collettanea *Sicurezza e concorrenza nelle telecomunicazioni* (2025).

FrancoAngeli
La passione per le conoscenze