

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2023

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Prime riflessioni sulle prospettive ESG di Cassa Depositi e Prestiti

SOMMARIO: 1. Lo Stato promotore, CDP e la «funzionalizzazione» del Patrimonio e dello *status* di INP. – 2. I documenti della Cassa: un obiettivo sovraordinato di sistema in un quadro complesso. – 3. Interrogativi conclusivi.

1. *Lo Stato promotore, CDP e la «funzionalizzazione» del Patrimonio e dello status di INP*

La stagione dello Stato «ristrutturatore»¹ e promotore – efficaci categorie invocate per superare il polveroso binomio tra Stato «regolatore» e «imprenditore»² e dipingere, in tal guisa, i connotati salienti del nuovo protagonismo della ricapitalizzazione pubblica, chiamata non già solo a «ristrutturare» l'impresa per «riconduurla a redditività», né semplicemente a «orientarla verso settori strategici, ma [a] inserirsi nel ridisegnare le catene del valore per accompagnare

¹ M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e Stato che ristruttura. Prospettive dell'impresa pubblica dopo la pandemia*, in *Conc. merc.*, 26-27, 2020, 93 ss.

² Numerose sono le voci che hanno indagato i nuovi paradigmi di intervento dello Stato in seguito allo scoppio della crisi pandemica. Per tutti, senza pretesa di esaustività, cfr. G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2021; S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2021; F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, Bologna, 2021; A. AVERARDI, C. CATALDI, A.L. CRUCITTI, C. DI SERI, V. FERRARO, M. GIUSTI, M. MACCHIA, L. SALTARI, G. SCIASCIA, V. TURCHINI, G. VESPERINI, S. VINCI, *L'intervento pubblico a sostegno dell'economia*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 4, 2021, 1182 ss.; A. PEZZOLI, *La politica della concorrenza ai tempi del virus e la rilegittimazione dell'intervento pubblico*, in *Merc. conc. reg.*, 1, 2020, 139 ss.; E. DI CARPEGNA BRIVIO, *Stato ed economia di mercato. La via italiana per la ricostruzione postbellica tra giudizio storico e seduzioni contemporanee*, in *Federalismi*, 21, 2020, 150 ss.; V. MINERVINI, *Il ritorno dello Stato salvatore. Nuovi paradigmi (post COVID) nel rapporto fra Stato e mercato?*, in *Merc. conc. reg.*, 3, 2020, 471 ss.; in via più generale, cfr. S. AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche*, Torino, 2021, 12 ss., G. LUCHENA, *La crisi e il nuovo intervento pubblico nell'economia*, in E. BANI, F. DI PORTO, G. LUCHENA, E. SCOTTI (a cura di), *Lezioni di diritto dell'economia*, Torino, 2023, 119 ss.; v. anche *Rivista Il Mulino, Serve più Stato?*, fasc. II, 2023.

l'innovazione»³ – sembra imprimere al rinnovato protagonismo dell'intervento dello Stato direzioni politiche e programmatiche ora più definite, trainate e ri-modulate dagli obiettivi strategici dell'agenda eurounitaria, a loro volta in costante aggiornamento, della transizione verde e digitale e della crescita sostenibile, in primo luogo ambientale e climatica. Il riferimento è, fra tutti, ai pilastri che sorreggono le incisive politiche sussidiarie del *Next Generation EU* (di seguito NGEU), unitamente al *Green Deal* europeo ed al più recente *Green Industrial Deal*, nonché alla Strategia per l'Europa digitale e della salute, alla nuova Strategia industriale per l'Europa, al Piano per l'economia circolare, all'Agenda ONU 2030 per lo Sviluppo Sostenibile.

In altre parole, ad oltre tre anni dalla prima ondata pandemica e dalla «vasta e articolata “batteria” di interventi»⁴ anticrisi, all'orizzonte pare intravedersi, pur faticosamente, una fase di progressivo ritorno alla “normalità”, *rectius* ad una prospettiva di maggiore stabilizzazione e ordinarietà, che vede alcuni obiettivi e priorità – fra tutte, quella *green* – affermarsi in maniera sempre più assoluta e direzionare le scelte degli esecutivi.

V'è in ogni caso da dire che, come previsto, tale nuovo scenario comunque non ha (ancora) abbandonato parte rilevante delle “maglie larghe” e dei meccanismi, apparentemente temporanei ed eccezionali (e ben presto mutati in duraturi, con la complicità dello scoppio del conflitto russo-ucraino⁵), che hanno contrassegnato la rotta vorticoso del *framework* emergenziale.

³ M. PASSALACQUA, Numquam nega, raro adfirma: *il rinnovato «intervento» dello Stato nell'economia*, in *Merc. conc. reg.*, 1, 2021, 63.; T. FAVARO, *Regolare la «transizione energetica»: Stato, Mercato, Innovazione*, Padova, 2020; M. MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, nuova ed., Bari-Roma, 2020, nonché ID., *Missione economia*, Bari-Roma, 2021. In chiave comparatistica, sostenendo che il nuovo paradigma di intervento pubblico non riproduca la dicotomia tra (neo)statalismo e libero mercato, ma attribuisca allo Stato il ruolo di attore economico, con (interessi e) strategie di uno «state capitalism» in grado di «navigate markets», M. BABIĆ, *The Rise of State Capital. Transforming Markets and International Politics*, Newcastle, 2022.

⁴ P. FAGGIANA, G. FUMAROLA, *Il diritto societario della pandemia: riflessioni sulla disciplina societaria del patrimonio destinato della Cassa Depositi e Prestiti ex art. 27 del c.d. Decreto Rilancio*, in *Contr. Impr.*, 1, 2022, 257.

⁵ Il riferimento è, in primo luogo, al *Temporary Framework* in materia di esenzioni dal divieto di aiuti di Stato, per parte rilevante esteso (al momento in cui si scrive)

In questo contesto s'impongono delle riflessioni di sistema su come si stia indirizzando, nell'esperienza italiana, l'energica riespansione dell'iniziativa pubblica nell'economia così orientata nelle proprie missioni – in un quadro normativo multilivello pur sempre magmatico e in evoluzione, a livello domestico e sovranazionale – con particolare attenzione al ruolo ed alle prerogative flessibili di cui è stata investita, a livello nazionale, Cassa Depositi e Prestiti.

Com'è ampiamente noto, infatti, un vigoroso, e allo stesso tempo elastico, ruolo di attuazione della politica industriale del Governo (oggi, dei Governi, è il caso di precisare), è stato riconosciuto a Cassa Depositi e Prestiti (d'ora innanzi anche CDP), il cui processo di «straordinaria mutazione»⁶, la cui natura singolare ed ambivalente e le cui funzioni, ormai consolidate e non sempre coerenti, di *holding* pubblica e finanziaria, di *market unit*, nonché di soggetto attivo nelle operazioni di *turnaround* industriale possono qui considerarsi note⁷. Per quanto

sino a dicembre 2023: ogni emendamento è consultabile su https://competition-policy.ec.europa.eu/state-aid/coronavirus/temporary-framework_en.

⁶ M. GIACHETTI FANTINI, *La 'straordinaria mutazione' del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti nel passaggio dallo stato azionista allo Stato investitore*, in *Federalismi*, 6, 2018, 2 ss.

⁷ Per tutti questi profili si rimanda, *ex multis*, ad A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero «ai posteri l'ardua sentenza»*, in *Merc. conc. reg.*, 2, 2013, 287 ss.; F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rassegna Astrid* 7, 2015; ID., *La «mutazione» della Cassa Depositi e Prestiti: bilancio di un quinquennio (2009-2015)*, in *Rassegna Astrid* 14, 2015; F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, in *Merc. conc. reg.*, 6, 2004, 355 ss.; M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012; M. T. SALVEMINI, *La posizione della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, 4, 2015, 681 ss.; M. D'ANTONI, *Il nuovo ruolo della Cassa depositi e prestiti*, in A. ZANARDI (a cura di), *La finanza pubblica italiana*, Bologna, 2014, 247 ss.; A. DONATO, *Il ruolo di holding della Cassa Depositi e Prestiti S.p.a.: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2015, 367 ss.; D. COLACCINO, *Dallo Stato azionista allo Stato investitore: il ruolo della Cassa depositi e prestiti*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Napoli, 2015, 123 ss.; indagano tali aspetti (anche) con riguardo alla stagione pandemica (ed alle misure di irrobustimento previste per SACE S.p.A. e Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A. – Invitalia), A. PISANESCHI, *La Cassa Depositi e Prestiti: le recenti mutazioni e le problematiche del coinvolgimento nel turnaround industriale*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1, 2022, 92 ss.; A. AVERARDI, *La Cassa depositi e*

possibile, in questa sede s'intende provare ad offrire alcuni primi possibili spunti di riflessione sulle "rotte" che CDP, quale *longa manus* governativa, pare voler intraprendere in una visuale di medio-lungo periodo.

Più nel dettaglio, ci si domanda se la Cassa non abbia corretto, se non marcatamente curvato, i propri indirizzi verso le nuove priorità orbitanti attorno al mantra ecologico – già descritto, da alcuni, come «imperativo», oggi consacrato dagli artt. 9 e 41 Cost. – ed ai criteri ESG: e ciò, in primo luogo, in ragione della funzionalizzazione dello "strumento" del Patrimonio Rilancio e dello *status* eurounitario di Istituto Nazionale di Promozione (su cui si tornerà immediatamente) rispetto agli obiettivi legislativi e agli indirizzi, se non alle ingerenze, del decisore politico. Con la conseguenza, in tale ipotesi, che all'orizzonte si stagli una chiara, e forse troppo solitaria, *mission oriented policy*⁸ di cui CDP si è già resa, con il dinamismo e la malleabilità del proprio perimetro operativo da cui è contrassegnata, interprete devota e braccio esecutivo.

Si diceva della necessità di effettuare, preliminarmente, un duplice inquadramento: del Patrimonio Rilancio, prima, e della "veste" di Banca Nazionale di Promozione, poi, per coglierne i profili di intima connessione verso le politiche di sostenibilità. La prima angolatura di osservazione riguarda, pertanto, lo "strumento" del Patrimonio Rilancio, la cui costituzione è stata autorizzata dall'art. 27 co. 1 d.l. 34/2020 (di seguito, il Patrimonio), poi normato con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, d'ora innanzi MEF, d.m.

prestiti: eredità storica e proiezioni future, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2, 2021, 303 ss.; una ricostruzione puntuale, sino alle più recenti evoluzioni, delle nuove, poliedriche e cangianti "vocazioni" della Cassa è offerta da G. MULAZZANI, *La Cassa Depositi e Prestiti e la riforma amministrativa dell'economia*, Bologna, 2022; V. DONATIVI, A. MALTONI, *Cassa Depositi e Prestiti. Profili giuridici*, Torino, 2021; P. BRICCO, *Cassa Depositi e Prestiti. Storia di un capitale dinamico e paziente. Da 170 anni*, Bologna, 2020.

⁸ Sembraerebbero cioè avverarsi alcuni degli auspici contenuti nel *report* OCSE, *The design and implementation of mission-oriented policies*, 2021. In un recente intervento, *A New Global Economic Consensus*, consultabile sul portale *Project Syndicate*, 2021, M. MAZZUCATO ha sottolineato come la pandemia abbia messo in luce le «deficiencies of economic deregulation and market liberalization»: da qui «a new policymaking paradigm is emerging. But its success depends on concrete reforms and the creation of new mission-driven institutions» (enfasi aggiunta).

26/2021, cui ha fatto seguito il regolamento del Patrimonio, adottato dal Consiglio di Amministrazione di CDP e approvato dal MEF nel maggio 2021. Si tratta di un patrimonio destinato che ha come finalità, stando alla lettera del decreto, il «sostegno» e il «rilancio» del sistema economico produttivo italiano, operando – volendo approssimare, tramite la sottoscrizione di aumenti del capitale sociale o di prestiti obbligazionari convertibili o con l’acquisto di azioni sul mercato secondario – «in considerazione dell’incidenza dell’impresa con riferimento allo sviluppo tecnologico, alle infrastrutture critiche e strategiche, alle filiere produttive e strategiche, alla sostenibilità ambientale, alla rete logistica e dei rifornimenti, ai livelli occupazionali e del mercato del lavoro».

Molto si è detto, in modo autorevole, in ordine: a) alle ambiguità sistematiche del Patrimonio, nonché alla riconducibilità dello stesso ai confini tradizionali del patrimonio destinato a un singolo affare (ovvero all’opportunità di configurare la misura che in questione come *tertium genus*, attese le molteplici garanzie, deroghe ed esenzioni, rispetto al reticolato codicistico, di cui gode quest’ultima)⁹; b) alla possibilità di recuperare la sottocategoria, di elaborazione dottrinale, dei «patrimoni destinati legali»¹⁰; c) alla composizione del Patrimonio segregato, quasi interamente costituito da beni e rapporti giuridici apportati dal MEF, assieme, necessariamente, «*dominus* e apportatore» (e ciò comporta, si comprende, conseguenze e perplessità non di poco conto sull’ampiezza delle prerogative sostanziali di cui gode il Ministero)¹¹; d) alle peculiarità dei due regimi, quello transitorio del *Temporary Framework* eurounitario sugli aiuti di Stato e quello ordinario (in coerenza con il principio dell’operatore privato in un’economia di mercato) delle condizioni di mercato, nell’ambito dei quali CDP è chiamata ad

⁹ A. ZOPPINI, *Note sparse a margine del patrimonio destinato di Cassa Depositi e Prestiti*, in *Riv. soc.*, 4, 2020, 956 ss.

¹⁰ P. FAGGIANA, G. FUMAROLA, *Il diritto societario della pandemia*, cit., 259; gli AA. a loro volta rimandano alle riflessioni già avanzate da R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati a uno specifico affare. Sub artt. 2447-bis-2447-decies*, in *Il Codice Civile. Commentato fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli*, Milano, 2014, 24 ss.

¹¹ P. FAGGIANA, G. FUMAROLA, *Il diritto societario della pandemia*, cit., 262; C. MAURO, *I nuovi paradigmi funzionali di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) nel patrimonio destinato*, in *Amministrativamente*, 4, 2022, 431 ss.

intervenire a condizioni parzialmente dissimili¹²; e) alla natura forse oltremodo “selettiva” – ma si è sostenuto anche l’opposto – e dei requisiti soggettivi di accesso richiesti alle imprese beneficiarie degli interventi del Patrimonio e del procedimento di scelta delle stesse, consegnato alla piena discrezionalità di CDP¹³; f) più in generale, alla possibilità di discutere di un inedito «*private equity* di Stato»¹⁴; g) alla relazione fra CDP e la normativa del Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (TUSP, d. lgs. 175/2016), nell’ambito dell’indagine sui vincoli europei sulle partecipazioni pubbliche post-pandemia¹⁵; h) all’ipotesi che si vada delineando un autonomo testo unico delle società partecipate da CDP¹⁶.

Ciò che preme qui rimarcare è, tuttavia, che non si fatica a rintracciare la legittimità di chi ha correttamente precisato che la logica dell’investitore privato su cui riposa l’operato della Cassa tramite il Patrimonio attenga squisitamente alle modalità tecniche di attuazione di intervento, presentando lo stesso un indissolubile «vincolo di scopo» con i bollenti spiriti governativi e con gli obiettivi della *policy* stabiliti dal Legislatore. Un «ancoraggio», in altre parole, che trova la sua origine in un rapporto che *ex lege* risulta di «esplicita direzionalità», «finalizzazione» e «funzionalizzazione»¹⁷, immediatamente, ai principî che sorreggono il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)¹⁸ e,

¹² V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato. Lineamenti delle ricapitalizzazioni emergenziali*, Torino, 2020, *passim*; M. PALMIERI, *La ricapitalizzazione pubblica delle imprese nel «Decreto Rilancio». Luci e ombre di un New Deal post Covid-19*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2020, 441 ss.; E.G. ASSANTI, G. DI MARTINO, *La Cassa depositi e prestiti quale asset strategico per lo sviluppo economico nazionale*, in *Diritto costituzionale*, 2, 2022, 128 ss.

¹³ V. DONATIVI, A. MALTONI, *Cassa Depositi e Prestiti*, cit., 153 ss.; V. MINERVINI, *L’improvvisa «accelerazione» (post COVID) dell’azionariato di Stato. Il patrimonio destinato di cui all’art. 27 D.L. Rilancio*, in *Giur. Comm.*, I, 2021, 230 ss.

¹⁴ A. SACCO GINEVRI, *Il private equity di Stato: il caso del Patrimonio Rilancio*, in *Analisi giur. econ.*, I-II, 2021, 93 ss.

¹⁵ F. VESSIA, *I vincoli europei sulle partecipazioni pubbliche nel post-pandemia*, in *Società*, 4, 2021, 409 ss.

¹⁶ V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato*, cit., 29 ss.

¹⁷ M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e Stato che ristruttura*, cit., 111 ss.; V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato*, cit., 97 ss.

¹⁸ Su cui, per tutti, v. M. DUGATO, *L’intervento pubblico per l’inclusione, la coesione, l’innovazione e la sostenibilità ed il ruolo del servizio pubblico locale nel Piano nazionale di ripresa e resilienza*, in *Munus*, 12, 2022, 1 ss.; M. CLARICH, *Il*

perciò, all'architettura riformatrice del NGEU, e, più in generale, agli obiettivi di transizione *green* e digitale e di protezione dell'ambiente, come modellati, e di volta in volta ridefiniti, dal fermento regolatorio domestico e sovranazionale. Ed allora risulta semplice immaginare come il Patrimonio – non ancora pienamente operativo, a tre anni dalla sua costituzione – si muova, strumentalmente, lungo le linee di investimento del Piano, correggendo i propri interventi ogniqualvolta si modifichi e si rinnovi il Piano stesso (come da ultimo avvenuto con l'aggiunta del capitolo *RePowerEu*¹⁹)²⁰.

La seconda angolatura, invece, è più ampia – ma, si proverà a sostenere, in sintonia rispetto a quanto appena menzionato – ed attiene allo *status* eurounitario di Istituto Nazionale di Promozione (d'ora innanzi anche INP, o Banca Nazionale di Promozione), la cui articolata missione originaria, assegnata dalla Commissione europea, è per l'appunto «promozionale», ovvero, in via generale, di sostegno pubblico, pur sempre nel rispetto dei principi europei di concorrenza e compatibilità con gli aiuti di Stato, ai fallimenti di mercato e di incentivo per investimenti a lungo termine, su mandato pubblico ed in coordinamento con la Banca Europea per gli investimenti (di seguito BEI), bilanciando costantemente interessi pubblici e regole di mercato

PNRR tra diritto europeo e nazionale, un tentativo di inquadramento giuridico, in *Rassegna Astrid 1*, 2021, 1 ss.; M. MACCHIA, *La governance del Piano di ripresa*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 6, 2021, 733 ss.; G.B. MATTARELLA, L. FIORENTINO, M. CARDONE (a cura di), *La gestione del Recovery Plan. Le amministrazioni pubbliche tra esigenze di riforma e problemi operativi*, in *Amministrazione in Cammino, Quaderni*, 2021.

¹⁹ *RePowerEu* è il piano, guidato dal triplice obiettivo di risparmiare energia, produrre energia pulita e diversificare il nostro approvvigionamento energetico, presentato dalla Commissione europea nel luglio 2022 per porre fine alla dipendenza dell'Unione europea dai combustibili fossili della Russia ed affrontare la crisi climatica (https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repowereu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe_it). L'Italia ha presentato alla Commissione il rinnovato PNRR – con la proposta di revisione di ben 144 investimenti e riforme relative alle sei aree tematiche del piano –, con l'aggiunta del capitolo *RePowerEu*, nell'agosto 2023.

²⁰ Non è, questa, la sola spia della “distorsione” del Patrimonio e della sistematica finalizzazione alle priorità del decisore pubblico, come si dirà *infra* con riguardo ai *golden power*.

ed operando con sufficiente redditività²¹; qualifica, questa, accordata *ex lege* alla Cassa (così come alle omologhe francese, tedesca, spagnola, portoghese ed alle molteplici esperienze che su questa falsariga sono state inaugurate da altre nazioni) a partire dal 2016, sancita, a livello nazionale, dall'art. 1, commi 822-830, l. 208/2015.

Non si possono in questa sede ripercorrere compiutamente i caratteri di maggiore peculiarità, e le criticità, che interessano questo nuovo paradigma *sui generis* di intervento pubblico nell'economia a livello nazionale ed europeo, flessibile e ispirato «più ad azioni di carattere coordinato sistemico e multisettoriale, invece, che ad approcci settoriali»²². Ci si limita a rilevare come il ruolo di Banca Nazionale di Promozione di CDP si sia, nella sua fase di “esordio”, inserito nell'ambito dell'attuazione del Piano europeo d'investimento (*Piano Juncker*)²³ lanciato dalla Commissione per il quinquennio 2015-2020. Piano, questo, poggiato su tre pilastri, tra cui il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS, disciplinato dai Regolamenti Ue 2013/1291 e 2013/1316, successivamente modificati dal Regolamento Ue 2015/1017): un fondo separato (con una iniziale garanzia pubblica europea irrevocabile e incondizionata di oltre 20 miliardi di euro, dei quali 5 della BEI, poi ulteriormente rafforzati con il FEIS 2.0), di cui beneficia direttamente la stessa BEI, costituito, per l'appunto, per favorire finanziamenti ed investimenti in settori strategici – nonché sostenere «addizionalmente» anche quelli ad alto rischio – e correggere e colmare i fallimenti di mercato²⁴.

²¹ Ai sensi dell'art. 2, co. 1, n. 3 del Regolamento Ue 2017/2015, gli INP sono «le entità giuridiche che espletano attività finanziarie su base professionale, cui è stato conferito un mandato da uno Stato membro o da un'entità di uno Stato membro, a livello centrale, regionale o locale, per svolgere attività di sviluppo o di promozione».

²² G. MULAZZANI, *La Cassa Depositi e Prestiti e la riforma amministrativa*, cit., 235.

²³ F. BASSANINI, E. REVIGLIO, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa dalla crisi finanziaria al Piano Juncker*, in *Rassegna Astrid 11*, 2015; P. ATELLA, A. BUA, G. CADEDDU, G. CARONARO, M. CERRITELLI, M. COLOMBO, F. FASOLINO, M. NASEDDU, P. RUBINO, S. SCREPANTI, *Il ruolo di CDP come Istituto nazionale di promozione. Fondi SIAE e risorse del piano Juncker: potenzialità e sinergie anche per gli investimenti locali*, in *IFEL Fondazioni ANCI, Istituto per la Finanza e l'economia locale, Strumenti finanziari per gli investimenti pubblici nella politica di coesione 2014-2020*, Roma, 2016.

²⁴ S. SCREPANTI, *L'intervento europeo a favore degli investimenti infrastrutturali*, in S. SCREPANTI, A. VIGNERI (a cura di), *Gli investimenti in infrastrutture e*

A questa pur incoraggiante partenza – molteplici e variegati sono stati infatti gli interventi attuati con la spinta propulsiva del FEIS, non senza alcune “correzioni di rotta”²⁵ – è subentrata l’istituzione del *Piano InvestEU*, proposto dalla Commissione per il sessennio 2021-2027, come risulta dal Regolamento Ue 2021/523, poi integrato dal Regolamento Ue 2021/241, che, come noto, ha dato forma al NGEU.

Tramite l’attuazione di tale Piano, fondato su quattro pilastri²⁶ – tra cui l’omonimo Fondo, che sostituisce il FEIS –, la Commissione ha proposto di raggruppare i diversi strumenti finanziari (prestiti, garanzie ed *equity*) dell’Unione europea²⁷; inoltre, alla garanzia europea – ampliata ad oltre 26 miliardi di euro, attinti anche dal NGEU, e divisa in due comparti, quello Ue e quello dei singoli Stati – possono adesso accedere direttamente anche i singoli INP, che divengono pertanto «partner esecutivi»²⁸ al pari della BEI; il Piano stima di mobilitare investimenti per più di 372 miliardi di euro nel Vecchio Continente, destinando almeno il 30% ad obiettivi climatici; soprattutto, il nuovo Fondo, diversamente dal FEIS, si poggia su quattro settori di riferimento²⁹ e risulta avere un «focus specifico sulle infrastrutture sostenibili (energia rinnovabile, connettività digitale, trasporti,

l'intervento dello Stato «promotore», IRPA Working Paper 3, 2021, 45 ss.; V. BONFITTO, Gli istituti nazionali di promozione, in Lo Stato promotore, cit., 120 ss.; G.M. CARUSO, Le Banche Nazionali di promozione: profili comuni e differenziali nella disciplina di un nuovo strumento d'intervento pubblico nell'economia, in EPBL, 2020, 3 ss.; con rilievi anche critici, A. PISANESCHI, La Cassa Depositi e prestiti tra holding pubblica di partecipazioni, banca nazionale di promozione e operatore nel turnaround industriale, in European Public Banking Law, 2020, 11 ss.

²⁵ S. SCREPANTI, *L'intervento europeo*, cit., 47 ss.

²⁶ Il già menzionato Fondo InvestEU; il Polo di consulenza InvestEU; il Portale InvestEU; le operazioni di finanziamento misto: appare evidente come anche la attività di *advisory*, con la necessità di competenze tecniche, acquisisca maggiore centralità.

²⁷ Sul punto, si veda la ricostruzione precisa di V. MANZETTI, *Cassa depositi e prestiti. Paradigma italiano delle banche nazionali di promozione*, Napoli, 2021, *passim*, nonché E. TATÌ, *Il Programma InvestEU e la Banca europea degli investimenti nella governance economica europea*, in *Diritto costituzionale*, 2, 2022, 50 ss., G. MULAZZANI, *La vocazione poliedrica della Cassa depositi e prestiti nel prisma del rapporto tra Stato e mercato*, in *Munus*, 1, 2022, 41 ss.

²⁸ S. SCREPANTI, *Gli istituti nazionali di promozione*, in *Gli investimenti in infrastrutture*, cit., 50.

²⁹ Infrastrutture sostenibili; ricerca, innovazione e digitalizzazione; PMI; investimenti sociali e competenze.

economia circolare, acqua, rifiuti)»³⁰, nella cui direzione sono pertanto incanalate le iniziative, adesso «sinergiche», tra il piano europeo con la BEI (che diviene così sussidiario) e quello nazionale con le risorse dei singoli INP, di stimolo, tramite l'intervento pubblico multilivello, per investimenti "coraggiosi" e di lungo periodo da parte dei privati, anche in forma di partenariato (uno sfortunato paradigma che potrebbe trovare nuova linfa nella stagione post-pandemica). Insomma, si prospetta una fase contrassegnata dalla programmazione «a un tempo esogena (con finanziamenti a valere sul bilancio europeo) ed endogena (esecuzione da parte statale alla luce delle peculiarità individuate)»³¹: prospettive convergenti, queste, che da un lato rivalutano lo Stato quale attore nelle dinamiche economiche e dall'altro fissano condizionalità positive di matrice europea per conseguire obiettivi comuni.

Ben si comprende allora come siffatto piano consegnato al Gruppo CDP – CDP SpA e CDP Equity sono state ritenute, nel processo di accreditamento che ha verificato la conformità dei relativi sistemi alla normativa europea, idonee alla gestione dei programmi europei e all'implementazione degli stessi a livello nazionale³² – una ancora maggiore centralità, perfettamente inserita (anzi, rinsaldata)

³⁰ S. SCREPANTI, *Gli istituti nazionali di promozione*, cit., 48.

³¹ G. LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, 1, 2023, 281.

³² Su delega della Commissione e seguendo gli orientamenti strategici e operativi forniti dallo *Steering Board*. Il Gruppo CDP risulta peraltro l'unico Istituto Nazionale di Promozione ad aver sottoscritto tre accordi nell'ambito del programma InvestEU con la Commissione europea: il primo, si legge sulla sezione dedicata della Cassa, firmato nel luglio 2022, ha visto la mobilitazione di 6,7 milioni di euro per attività di consulenza volte a sostenere «o sviluppo di progetti di investimento nell'area delle infrastrutture sociali e sostenibili»; il secondo, sottoscritto nell'ottobre 2022 da CDP Equity, «ha fornito una garanzia per un totale di 260 milioni di euro a sostegno di investimenti destinati allo sviluppo di capitale di rischio italiano per complessivi 520 milioni di euro»; il terzo, sottoscritto nel febbraio 2023, è un accordo di garanzia che punta a sbloccare fino a 750 milioni di euro di nuovi finanziamenti di CDP «da destinare a investimenti in tutta Italia a sostegno della ricerca e dello sviluppo e della transizione ecologica delle imprese, delle infrastrutture sociali e sostenibili e, per la prima volta, di progetti di edilizia sociale a prezzi accessibili»: così su https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/investeu-accordo-fra-commissione-europea-e-cassa-depositi-e-prestiti-nuovi-investimenti-italia-fino-2023-02-16_it.

nell'intelaiatura del NGEU, in armonia con il *Green Deal*³³ e, oggi, con il *Green Industrial Deal*; viene, in altre parole, certificata la vocazione degli INP a strumenti principi di recepimento e attuazione della progettazione eurostatale³⁴. Del resto, è a tal possibile rintracciare una congiunzione con il magmatico quadro regolatorio, che c'è già chi caldeggia una mutazione – consacrandone le nuove missioni – della Cassa in «Banca promozionale del clima»³⁵.

2. I documenti della Cassa: un obiettivo sovraordinato di sistema in un quadro complesso

La spinta alla sostenibilità che in questa sede si tenta di osservare si inserisce in un quadro di riferimento complesso. Per ciò che è qui di interesse, è appena il caso di ricordare, oltre alle già menzionate strategie, il Piano d'azione della Commissione per finanziare la crescita sostenibile, nell'ambito del quale risultano degni di menzione il Regolamento Ue 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, anche SFDR, che ha la finalità di armonizzare le informazioni che i partecipanti ai mercati finanziari devono fornire agli investitori in materia di sostenibilità) e, ancor di più, il Regolamento Ue 2020/852 (*Tassonomia UE*, che si prefigge l'obiettivo di determinare i

³³ M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Next Generation EU: l'impresa pubblica come strumento giuridico per un intervento pubblico strategico*, in U. MALVAGNA, A. ALIBRANDI SCIARRONE (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, 413 ss.; S. AMOROSINO, "Neoprogrammazioni" pubbliche o private e mercati in trasformazione, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 4, 2022, 48 ss.

³⁴ E ciò, si ben comprende, candidandosi ad essere «principali operatori destinati a interessare questo processo di "finanziarizzazione" del perseguimento dell'interesse generale nazionale ed europeo, in piena aderenza con i principi cardine dell'Agenda 2030 sullo sviluppo sostenibile», così V. MANZETTI, *Brevi spunti di riflessione sul ruolo delle banche nazionali di promozione e l'esigenza di trasformazioni tecnologiche tra Stato e mercato*, in *Bilancio Comunità Persona*, 1, 2022, 139. La stessa A. sottolinea come il governo, nella veste di azionista di riferimento dell'INP, abbia «tutto il diritto di dire alla banca di investire in un certo settore strategico o in una certa area geografica, per fini di sviluppo o per scelta politica, ovvero seguendo un approccio *mission-oriented*»: scenario, quest'ultimo, sempre più concreto, *ibid.*, 138.

³⁵ M. NOERA, S. AINIO, *Cassa Depositi e Prestiti: National Promotional Bank italiana del clima?*, in *Eccoclimate*, 2022, 1 ss.

criteri per stabilire se un'attività si possa considerare sostenibile da un punto di vista ambientale e climatico, sì da misurare il grado di ecosostenibilità di un intervento); più nello specifico, le iniziative della Commissione in tema di governo societario sostenibile lanciate nel 2020; la proposta di Direttiva *Corporate Sustainability Due Diligence* (sul dovere di diligenza e responsabilità d'impresa, CSDD)³⁶ della Commissione del febbraio 2022, il cui testo è stato adottato dal Parlamento europeo nel giugno 2023, aprendo alla fase di trilogia; da ultimo, la Direttiva Ue 2022/2464 (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD), adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea nel dicembre 2022, che soppianderà, a partire dal 1 gennaio 2024, la Direttiva Ue 2014/95 in tema di *non-financial reporting* (Direttiva NFRD, recepita in Italia con d. lgs. n. 254/2016), che estende il perimetro applicativo soggettivo degli obblighi di rendicontazione non finanziaria (ovvero il mandatorio inserimento, per l'impresa, del dettaglio riguardante il proprio modello di *business* e le politiche aziendali relative al proprio impatto sull'ambiente, sulla società, sull'osservanza dei diritti umani e sul contrasto alla corruzione), su cui occorre subito soffermarsi.

È infatti in particolare quest'ultimo tassello a testimoniare quanto e come appaia in costante mutamento la cornice legislativa e come allo stesso modo, con deferente prontezza, si moduli l'azione "tentacolare" di CDP, che in meno di due anni è intervenuta con mano decisa sulla propria programmazione. Ci si propone adesso di individuare dei primi, pur parziali, itinerari e riscontri di una siffatta "torsione" partendo dall'esame dei più recenti documenti, contabili e politico-programmatici, pubblicati dalla Cassa.

Pur nella consapevolezza di non procedere, così, in modo diacronico all'analisi sul biennio di politiche "curvate" della Cassa, si ritiene sia

³⁶ Per una panoramica, si rinvia a M. STELLA RICHTER JR., "Corporate Sustainability Due Diligence": *noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 4, 2022, 714 ss.; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 1, 2022; C.G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla «insostenibile leggerezza» dello scopo sociale alla «obbligatoria sostenibilità» della due diligence)*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 391 ss.

necessario, in ogni caso, muovere proprio dal terzo Bilancio Integrato del Gruppo CDP, pubblicato nell'aprile 2023³⁷.

Nel documento, che fotografa l'impiego del 70% delle risorse verso obiettivi di sviluppo sostenibile, la Cassa dimostra di aver recepito e applicato preventivamente gli orientamenti della CSRD che – rispetto alla Direttiva ancora vigente – consegna al *reporting* di sostenibilità una nuova dimensione (non solo più “solenne”, sancendone l'inclusione nella relazione sulla gestione, ma anche più profonda e predefinita, introducendo una crescente analiticità dei modelli di informazione non finanziaria, *in primis* con l'abbandono della libertà del modello informativo, in favore di principi comuni obbligatori che renderanno la rendicontazione più rigida e standardizzata, con l'obiettivo di creare un'informativa di sostenibilità comparabile)³⁸.

Ebbene, il documento del nostro Gruppo richiama, con riguardo ai criteri di rendicontazione non finanziaria, non solo il già citato d. lgs. 254/2016, quanto anche i *Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Standards* (definiti dal *Global Reporting Initiative*, GRI), nonché i principi guida dell'*International “IR” Framework* (pubblicato nel 2021 dall'*International Integrated Reporting Council*, IIRC), i principi contabili del *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) e le raccomandazioni della *Task Force on Climate Related Financial Disclosure* (TCFD)³⁹.

A ciò si aggiunga che, con il dichiarato intento di «andare oltre gli attuali obblighi della normativa» e tenuto conto «degli obblighi futuri

³⁷ CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Bilancio integrato 2022* - https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Bilancio_Integrato_22-23_ITA_LIA_accessibile.pdf.

³⁸ Sul tema, per tutti, si rinvia a M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2022, 165 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *ibid.*, 145 ss.; A. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Orizzonti*, 2, 2022, 554 ss.; F. COLASANTO, *La Direttiva CSRD: alcuni profili innovativi in chiave sistematica*, in *Atti del IX Encuentro Italiano-Español de derecho mercantil, “Problemas actuales del gobierno corporativo”* (in corso di pubblicazione, letto per cortesia dell'A.)

³⁹ Solo nel luglio 2023, la Commissione europea ha infatti adottato i principi europei di rendicontazione di sostenibilità (ESRS – *European Sustainability Reporting Standards*), previsti dalla CSRD.

di rendicontazione», il bilancio presenta informazioni aggiuntive e una rendicontazione delle attività considerate ecosostenibili ai sensi della Tassonomia; soprattutto, fa suo “in anticipo” il criterio della doppia materialità (che fonda l’impianto della CSRD), a mente del quale le imprese sono chiamate a considerare «non solo il modo in cui le tematiche di sostenibilità influenzano le loro *performance*, posizione finanziaria e sviluppo, [...] bensì anche il loro impatto sulle persone e sull’ambiente»: criterio, questo, oltremodo determinante e consacrato solo nel 2021.

Dell’articolata relazione mette conto evidenziare che: *i*) obiettivo dichiarato del Gruppo è, ora, «contribuire concretamente al rilancio dell’economia italiana attraverso un modello di valutazione dei finanziamenti sempre più selettivo e orientato ai criteri ESG» (modello «rischio-rendimento-impatto»); *ii*) il Bilancio in esame è il primo a classificare le risorse impegnate secondo le quattro sfide strategiche (crescita inclusiva e sostenibile; cambiamento climatico e tutela dell’ecosistema; digitalizzazione e innovazione; ripensamento della catena del valore) e i dieci campi di intervento individuati dal “Piano strategico” di CDP⁴⁰. Un Piano, questo, approvato dal CdA di CDP nel novembre 2021, con obiettivi «allineati – si legge – alle missioni del PNRR». È tuttavia la stessa relazione a riconoscere, pur rivendicandone la validità, la (parziale?) obsolescenza dello stesso Piano, le cui priorità di intervento sono state fissate in uno scenario «completamente diverso» dall’attuale e incerto contesto «policrisi» (il documento sorvola, tuttavia, sul volume e sulle conseguenze di tale scenario).

Forse anche a questo si deve (se non, diversamente, ad una ancor più precisa ed esplicita funzionalizzazione) l’approvazione, nel giugno 2022, di un ulteriore Piano da parte del CdA della Cassa: il “Piano ESG”⁴¹, che «ha posto il primo tassello per la definitiva integrazione della sostenibilità nel sistema organizzativo e operativo aziendale» (con venature, sia concesso, a tratti retoriche). La relazione integrata non

⁴⁰ CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Piano Strategico 2022-2024. Con l’Italia che cresce. La nuova CDP e le sfide del Paese* - https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Piano_Strategico_CDP_2022-2024.pdf.

⁴¹ CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Piano ESG* - https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP_Piano_ESG_presentazione_ITA.pdf.

manca poi di destinare spazio alla trattazione delle valutazioni ESG delle operazioni di investimento e finanziamento, illustrando il modello *Sustainable Development Assesment* (SDA, introdotto nel 2020 e integrato con l'evoluzione del *benchmark* internazionale) – adottato dalla Cassa, che permette alla stessa di condurre un'analisi *ex ante* sugli impatti e il rischio secondo i criteri ESG.

Con riguardo a tale ambito tematico, risulta ben più degno di attenzione, tuttavia, il documento “Politica generale di investimento responsabile”, pubblicato da CDP nel settembre 2022 ed applicabile, indiscriminatamente, a tutte le operazioni successive⁴². Nel ribadire che il Gruppo CDP promuove lo sviluppo industriale tramite partecipazioni strategiche, interventi di scopo, *private equity*, *venture capital*, fondi infrastrutturali e immobiliari e che la politica di investimento è ispirata alle quattro sfide già menzionate, il documento si occupa nel dettaglio delle strategie di investimento diretto e indiretto. Con riguardo alla prima vengono definiti due macro-ambiti di intervento (con ruolo di “azionista stabile” nelle imprese che gestiscono infrastrutture chiave e *asset* strategici; e invece di scopo, per stabilizzare o sviluppare specifiche imprese e colmare i ritardi nelle «Aree di Focus», con una strategia predefinita – ma in concreto ancora non chiara – di uscita finalizzata ad assicurare la rotazione del capitale investito); con riguardo alla seconda, si precisa che viene perseguita con l'acquisizione di fondi comuni di investimento, fondi di fondi o in veicoli che investono direttamente in aziende o *start-up*: e ciò, si legge, potenziando il ruolo di CDP nel *private equity* e nel *venture capital*.

Tanto premesso, il documento passa ad elencare un insieme di criteri etici, ambientali e settoriali (in larghissima parte riguardanti principi fondamentali, a dire il vero, sanciti dalla Dichiarazione Universale dei Diritti umani e dalle successive Convenzioni internazionali e Linee Guida) che, ove non rispettati, impedirebbero ogni attività di investimento diretto o indiretto. E sin qui *nulla quaestio*: la precisazione di siffatti (pre)requisiti parrebbe persino ultronea.

Ben più rilevanti, invece, paiono i parametri d'azione individuati dalla Cassa laddove i succitati criteri “preliminari” siano rispettati e si

⁴² CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Politica generale di investimento responsabile* - https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Politica_generale_di_investimento_responsabile.pdf

passi, pertanto, alla fase di *Due Diligence* ed *Execution*: al momento, cioè, operativo dell'intervento. Con riguardo agli investimenti diretti, infatti, viene effettuata una valutazione sull'opportunità dell'operazione attraverso un'istruttoria che ha per oggetto i «profili legali, finanziari, contabili, fiscali, industriali, sociali, ambientali, di *governance* e reputazionali della società oggetto di valutazione», non senza specificare che l'istruttoria sugli aspetti ESG si focalizza su aspetti ambientali, sociali e di etica e di *governance*. Con riferimento agli investimenti indiretti, invece, l'istruttoria condotta da CDP valuta sia le modalità di gestione e investimento adottate dalla società di gestione – «come l'integrazione ESG» – sia i regolamenti e le strategie enunciate per i fondi *target*, valutandone la coerenza con gli obiettivi della strategia di CDP. Il documento precisa, in ogni caso, che per entrambe le categorie di investimenti le informazioni raccolte sono utilizzate per una analisi strutturata dei rischi di natura sociale, ambientale e di *governance* correlati all'operazione di investimento, prevedendosi, in particolare, una valutazione dei rischi ESG ed un'analisi dei presidi di sostenibilità adottati, oltre, ancora, al profilo reputazionale.

Sulla stessa frequenza si posizionano i criteri relativi alla gestione dell'investimento, sicché per entrambi viene effettuato un monitoraggio attivo che può sostanziarsi in iniziative di *engagement* della gestione della società, per discutere linee guida di sviluppo, anche in riferimento alle criticità ESG riscontrate: a ciò si aggiunge l'espressa previsione, per gli investimenti diretti, per cui l'attività di *engagement* viene completata dall'esercizio dei diritti di voto negli organi di *governance*.

Da una prima lettura di siffatti orientamenti “politico-strategici” emerge con nitidezza come il peso attribuito ai criteri ESG ai fini della valutazione circa l'opportunità di un investimento o finanziamento sia affatto diverso da quello, pur consistente, previsto dal decreto ministeriale che ha disciplinato i profili d'azione del Patrimonio. Ed infatti, se certo gli obiettivi di sviluppo sostenibile attraversano nel profondo la costituzione e l'operatività del Patrimonio in entrambi i regimi – dalla scelta dei soggetti beneficiari, di cui infatti già qualcuno, come detto, denunciava la marcata selettività, sino agli impegni⁴³ che

⁴³ In particolar modo, gli artt. 5-14 del d.m. 26/2021 disciplinano le modalità di intervento del Patrimonio Rilancio nel regime di *Temporary Framework*,

questi ultimi avrebbero dovuto assumere, che certo tengono conto di tali priorità –, parrebbe assistersi, qui, ad un innalzamento degli stessi obiettivi a valore assoluto, con il pericolo che divengano il solo, vero *discrimen* nelle valutazioni discrezionali del “portafoglio” della Cassa e, ancor di più, influenzino in modo determinante le scelte (di “vetrina”, di *business* e soprattutto) strategiche, basilari delle società che ambiscono ad accedere alle misure di sostegno: generando, così, non poche inquietudini anche se si volesse ragionare nell’ottica della tutela del libero gioco concorrenziale, come si avrà modo di ribadire *infra*.

Con riguardo al Patrimonio, del resto, ulteriore certificazione della “torsione” di indirizzi della Cassa, come si evince dalla consultazione della Relazione Finanziaria Annuale 2022, risiede nella riallocazione delle risorse dell’apporto iniziale, deliberata dal CdA della Cassa nel giugno 2022. Tale delibera ha comportato il trasferimento di titoli di Stato per un controvalore di circa 972 milioni al Comparto Fondo Nazionale Ristrutturazioni Imprese (FNRI)⁴⁴ e di circa 546 milioni al Comparto Fondo Nazionale Strategico (FNS)⁴⁵: due comparti, questi,

annoverando, nell’ambito degli interventi effettuati con la sottoscrizione di prestiti obbligazionari subordinati, il dovere, per l’impresa beneficiaria, di «destinare il finanziamento in misura almeno pari al 40% del valore nominale degli strumenti ad investimenti e progetti, localizzati in Italia, a carattere innovativo ad elevata sostenibilità ambientale»; nondimeno, per quanto concerne gli interventi in regime di mercato, regolati dagli artt. 16-20, nella moltitudine di obblighi che i singoli contratti relativi agli interventi del Patrimonio possono pattuire, figura l’impegno dell’impresa richiedente a utilizzare le risorse acquisite anche «per effettuare investimenti e conseguire obiettivi connessi alla transizione verde e alla trasformazione digitale».

⁴⁴ Che si prefigge lo scopo di supportare società in temporaneo squilibrio patrimoniale o finanziario ma con adeguate prospettive di redditività futura, tramite la sottoscrizione di quote o azioni di OICR come fondi di *turnaround*, a riprova della costante espansione delle prerogative di CDP.

⁴⁵ Comparto con il Patrimonio partecipa, insieme ad altri investitori di mercato, ad operazioni di investimento in imprese strategiche («Operatività di mercato»): gli strumenti di tale Fondo sono dedicati alle società per azioni con sede legale in Italia e fatturato superiore a cinquanta milioni di euro. Se, stando alle risultanze del Bilancio 2022 della Cassa, il FNS, con un totale attivo di 968 milioni di euro, non aveva ancora avviato interventi (nonostante l’avvio di «numerose interlocuzioni con potenziali beneficiari»), non si fatica a prevedere un significativo mutamento della sua operatività, come suggerisce l’emanazione del d.l. 118/2023, recante «Disposizioni in materia di finanziamento di investimenti di interesse strategico», che all’art. 1 autorizza, per una spesa massima di 2.525 milioni di euro, operazioni di acquisizione o riacquisizione di partecipazioni azionarie in società di rilievo strategico (da

che fungono da strumenti di attuazione della programmazione economica, focalizzati non tanto sugli squilibri post-pandemici, quanto più sulla rilevanza strategica delle imprese. Non si tratta, a ben vedere, della prima riallocazione finanziaria che la Cassa opera, mutando la destinazione di porzioni del Patrimonio (e non solo): già nel 2021, infatti, due miliardi di euro del medesimo Patrimonio sono stati impiegati per l'investimento in fondi di *venture capital* per effetto del d.l. 121/2021, convertito in l. 156/2021.

Ben si comprende, allora, in questo scenario, la portata che potrebbe assumere l'art. 24 del decreto ministeriale sul Patrimonio, che per le sole operazioni di ristrutturazione – il FNRI, appunto, oggi sempre più centrale – stabilisce che i contratti che disciplinano l'intervento del Patrimonio possono «prevedere specifici diritti di *governance* in favore del Patrimonio Destinato, inclusi i diritti di veto su determinate materie ad esso riservate, e i diritti di nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo dell'impresa beneficiaria e dei dirigenti apicali»: si tratta, è evidente, di un riconoscimento di prerogative pregnanti in capo alla Cassa in forma di *covenants* finanziari⁴⁶.

Tornando al Bilancio Integrato, completano l'attività di CDP e la “vocazione” sostenibile il sempre più importante ruolo di *advisor* a sostegno della PA, con servizi di consulenza per i soggetti attuatori di misure del PNRR (strada, questa, che apre alla gestione dei fondi del Piano da parte del potere “tecnico”) e, ancor di più, l'emissione del *Sustainability Bond*, per un ammontare pari a 750 milioni di euro – la

individuarsi con uno o più D.P.C.M.). Come si evince dalle Schede di Lettura del Servizio studi del Senato e della Camera che accompagnano il testo, tale disposizione si riferisce alla vicenda della Rete TIM (recita il documento a p. 10, non senza prestare il fianco a perplessità: «la *NetCo* sarà partecipata dal fondo statunitense Kkr e – in attuazione del decreto legge in commento – dal Tesoro (peraltro – dalle *notizie di stampa diffuse da diversi mesi* – una partecipazione *dovrebbe essere acquistata* anche dalla medesima Cdp)», enfasi aggiunta).

⁴⁶ Sul punto, si rinvia alle osservazioni di M. DI RIENZO, *Merito del credito e regolamento negoziale del finanziamento alle imprese*, in *Riv. dir. priv.*, 4, 2014, 513 ss.; R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, 627 ss.; G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *ibid.*, 609 ss.; U. PATRONI-GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *ibid.*, 601 ss.; A.D. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 7, 2011, 14 ss.

prima obbligazione verde e *social* – ed il perfezionamento del primo *Sustainability-Linked Repo*, uno strumento di raccolta i cui termini finanziari dipendono dal raggiungimento di specifici obiettivi ESG.

Per completezza, si ricorda che la Cassa ha già nel 2021 modificato il proprio Statuto, introducendo il principio di sviluppo sostenibile: «La società, nel perseguire la promozione della sostenibilità economica, sociale e ambientale nel lungo termine a beneficio degli azionisti e tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società, ha per oggetto sociale...». Si tratta, si comprende, di una riproduzione pedissequa delle formule lessicali già adoperate dalle summenzionate Direttive e dal nostrano Codice di autodisciplina delle società quotate del 2020⁴⁷ e che certo risente delle più recenti pulsioni costituzionali⁴⁸.

3. *Interrogativi conclusivi*

Da quanto appena, pur sommariamente, riportato, tutto sembra convergere nella direzione di una presenza, sempre più nitida, di un superiore obiettivo pubblico di sistema, disegnato, com'è naturale, a livello sovranazionale e raccolto dalla Cassa, cui è concesso – pur sempre nei confini definiti dalla programmazione politico-economica – un significativo margine di discrezionalità nello sviluppo e nella promozione di tale obiettivo. E tale circostanza, alla luce di quanto analizzato, non può che destare alcuni timidi interrogativi conclusivi.

Di seguito si tenterà di enucleare alcune delle tematiche che, su piani affatto diversi – a) rapporto fra Stato e mercato e “vita” della Cassa; b) profili societari; c) dinamiche concorrenziali; d) tracce di nuovi protezionismi; e) *vulnus* democratico – paiono lasciate ancora irrisolte.

⁴⁷ Su cui A. CETRA, P. CUOMO, “*Responsabilità sociale*” e gestione dell’impresa azionaria nel nuovo codice di corporate governance, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P. SANFILIPPO, R. VIGO (a cura di), *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Catania, 2021, 165 ss.

⁴⁸ S. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2022, 77 ss.

Un nuovo paradigma del rapporto fra Stato e mercato o un nuovo tassello della mutazione del «Centauro»⁴⁹ (o il ritorno degli spettri)? Sul piano generale, una siffatta funzionalizzazione e finalizzazione non può che portare a domandarsi se si stia assistendo a un (ulteriore) cambiamento del paradigma del rapporto fra Stato e mercato. Sembrerebbe forse più corretto fotografare queste nuove, pur energiche, tendenze, come “l’atto secondo” che si affaccia nella stagione dello «Stato ristrutturatore» e «innovatore», aprendo così al momento dello Stato «resiliente», oltre che promotore, che abbandona quasi del tutto le prospettive di eccezionalità per abbracciare misure e indirizzi più stabili di politica industriale. In ogni caso, non privo di incertezze rimane l’interrogativo in ordine al perpetuo ampliamento – per certi versi sempre più simile ad un ulteriore tassello di un processo di irrimediabile “snaturamento” – delle competenze e dell’operatività della Cassa che, a tratti, sembra essere ancora una *longa manus* in cerca d’autore e “preda dei venti”. Da più parti si è ravvisato, nelle massicce misure di ricapitalizzazione e investimento (e nella trasformazione di strumenti “a tempo” in creature durature), il pericolo di una «GEPIzzazione»⁵⁰, evocando così una delle pagine infelici del Secolo Breve. A ben vedere – ma il tema meriterebbe ben altra trattazione – la minaccia potrebbe persino essere diametralmente opposta rispetto al rischio di assistere a un nuovo salvataggio, ad ogni costo, di imprese decotte a spese della collettività: e cioè che un criterio di sovvenzionamento ispirato a un obiettivo sovraordinato di programmazione politico-economica, come quello appena visto, finisca per estromettere dal mercato numerose imprese, e su questo si tornerà *sub c*); al più, un’analogia con le lezioni della storia⁵¹ dell’IRI⁵² e della GEPI⁵³ potrebbe essere rintracciata nella ingombrante (ed ancora

⁴⁹ L’espressione si deve a M. MUCCHETTI, *Cassa depositi e prestiti, il nuovo Centauro*, in *Italianieuropei*, 2017.

⁵⁰ V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato*, cit., 2020, 63.

⁵¹ Risultano ancora attuali alcune delle considerazioni tracciate da A. NINNI, *La Cassa Depositi e Prestiti: il ritorno dello Stato guida (e oltre) in politica industriale*, in *Economia e politica industriale*, 2013, 141 ss.

⁵² F. SILVA (a cura di), *Storia dell’IRI. (3) I difficili anni ’70 e i tentativi di rilancio negli anni ’80*, Bari-Roma, 2013.

⁵³ Per tutti, si rinvia alle preziose riflessioni di C. IBBA, *La Gepi s.p.a. tra diritto pubblico e diritto privato*, in *Giur. Comm.*, II, 1991, 991 ss.

troppo opaca, come si accennerà *sub e*)) intermediazione politica nella sfera economica.

*Un socio «Leviatano di minoranza»? La rigidità e la funzionalizzazione dei criteri premiali nella scelta dell'impresa beneficiaria, supra ricordata – unitamente alle precise misure di monitoraggio e di impegni che interessano quest'ultima nel corso di tutto l'investimento o finanziamento – presenta alcuni profili critici in ambito societario; a ben vedere, non si fatica a immaginare quanto siffatte previsioni possano incidere sulle politiche delle società che si candidano a ricevere il sostegno della Cassa, generando (o imponendo) veri e propri mutamenti sulle scelte di indirizzo della compagine, poi soggetta, nell'ipotesi di idoneità all'investimento, al rispetto di strette regole di condotta e di gestione. Più di un profilo viene allora in rilievo: se si possa discutere di CDP come un socio «Leviatano di minoranza»⁵⁴ che influenza, dapprima *ab externo* e poi, eventualmente, nelle vesti di membro della minoranza qualificato ed “orientato”⁵⁵, le basi e la vita della società (potendo, come visto, nelle operazioni di ristrutturazione, financo esercitare un diritto di veto; utile sarà, in ogni caso, analizzare gli strumenti di dialogo e le clausole cui ricorrerà più frequentemente la Cassa nelle singole operazioni), recando con sé interessi – e obiettivi – compositi e non sempre di *short-termism*⁵⁶, anzi; ancora, se questo non rappresenti un passo verso un temperamento del volontarismo che ancora contrassegna l'implementazione di politiche di sostenibilità che*

⁵⁴ L'efficace espressione è invocata da M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e Stato che ristruttura*, cit., 109, i quali a loro volta richiamano il contributo di M. FLORIO, *Per una comparative political economy dell'impresa pubblica: alcuni contributi recenti (2013-2015)*, in *Economia Pubblica*, 2, 2016, 9 ss.

⁵⁵ Torna perciò *in auge* il dibattito sulle prerogative e sulla funzione del socio pubblico, su cui, *ex permultis*, C. ANGELICI, *In tema di “Socio Pubblico”*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2015, 175 ss.; A. ZOPPINI, *La società (a partecipazione) pubblica: verso una public corporate governance?*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2018, 19 ss.; G.M. CARUSO, *Il socio pubblico fra ruolo e funzione*, in *Amministrare*, 1, 2018, 8 ss., nonché ID., *Il socio pubblico*, Napoli, 2016; il tema è altresì esplorato, con riguardo alle incertezze – e incoerenze – che attraversano l'impianto del TUSP (ma con inquietudini per molti aspetti attuali), in V. CERULLI IRELLI, M. LIBERTINI (a cura di), *Iniziativa economica pubblica e società partecipate*, Milano, 2019, *passim*.

⁵⁶ F. DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizzonti*, 1, 2021, 29 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P. SANFILIPPO, R. VIGO (a cura di), *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Catania, 2021, 901 ss.

adottano le singole imprese, alle quali verrebbe ora “imposto”, pur indirettamente, un repentino mutamento di scelte strategiche: in questo, *mutatis mutandis*, potrebbe essere forse utile osservare anche la disciplina degli appalti verdi e la dimensione di mandatorietà che contraddistingue il *Green Public Procurement*⁵⁷ nel nuovo Codice dei Contratti pubblici. Dall'altra parte, non ci si può nemmeno esimere dal rilevare come l'iperattivismo che emerge dai documenti esaminati della Cassa ed il sistematico, incessante, aggiornamento delle linee di intervento del Gruppo certo mal si conciliano con le esigenze di stabilità e gli obiettivi di *long-term* intrinseci alle strategie di sostenibilità.

Un pericolo per la libera concorrenza? È lecito poi domandarsi – lasciando, sullo sfondo, la cornice, allo stato ancora per molti versi derogatoria, della disciplina delle esenzioni dal divieto degli aiuti di Stato – se lo stringente intreccio che disciplina le rigorose modalità di intervento e la scelta, da parte della Cassa, dei soggetti beneficiari di un investimento o finanziamento, elevando l'adozione di politiche di sostenibilità a primario criterio di selettività e premialità, possa minare le libere dinamiche concorrenziali, rischiando in tal guisa di discriminare più di un'impresa (resta peraltro ferma e sostanzialmente insindacabile la discrezionalità di CDP nella scelta dell'impresa da finanziare), se non di estromettere più di un concorrente e persino “svuotare” il mercato; il rischio di sconvolgimenti anche strutturali – e, conseguentemente, della creazione e del consolidamento di nuove posizioni di strapotere –, insomma, non è peregrino. Vieppiù se si considera la voluta *opacità* dei criteri di selezione, inseriti in un “introvabile” documento interno a CDP che, per contro, dovrebbe essere liberamente accessibile per consentire un controllo democratico pubblico sull'applicazione delle scelte di finanziamento della Cassa, da cui i dubbi *sub e*).

⁵⁷ Sulla dimensione, nazionale e sovranazionale, del *mandatory approach* per il perseguimento dello sviluppo sostenibile nonché sulla portata delle finalità *antitrust* in materia, E. CARUSO, *I contratti pubblici tra obiettivi di sostenibilità e finalità concorrenziali: alla ricerca di nuovi equilibri*, in *P.A. Persone e Amministrazione*, 10, 2022, 284 ss.; F. FRACCHIA, P. PANTALONE, *Verso una contrattazione pubblica sostenibile e circolare secondo l'Agenda ONU 2030*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2-3, 2022, 243 ss.; A. PERINI, *Appalti verdi: una strategia per lo sviluppo sostenibile*, in *Le Regioni*, 1-2, 2022, 147 ss.

Intervenire... e proteggere? Vero è che le iniziative esaminate in questa sede si iscrivono a pieno titolo, come detto, in una rinvigorita forma di “interventismo” pubblico – alimentato, si è detto, da un processo di programmazione multilivello – che, nel caso di specie, assume la forma di misure che operano dall’interno nel mercato italiano, rendendolo più “protetto” o, in ogni caso, condizionandone le dinamiche. Sicché, e in questa sede si possono effettuare unicamente brevi cenni, si potrebbero inquadrare le nuove strategie di investimento di CDP (nonché i *concerns* societari e più squisitamente concorrenziali) con la “lente” di un pur attenuato ritorno ad afflatti protezionistici⁵⁸. Operazione, questa, che permetterebbe di approfondire il tema in oggetto e, in modo trasversale, altre manifestazioni, pure più pervasive, di protezionismo, o comunque difensive, cui si assiste, a livello domestico e non solo. Ed allora – ma anche questo aspetto meriterebbe ben altra trattazione – non può non farsi menzione delle evoluzioni, di stringente attualità, in materia di *golden power* e meccanismi di controllo degli investimenti esteri. Non potendo in questa sede ripercorrere le recenti, tumultuose tappe normative⁵⁹, né i numerosissimi profili critici che questo tema reca con sé, ci si limita a registrare un radicale mutamento di approccio ed una dilatazione, permanente e non più eccezionale, dell’ambito di applicazione di tali poteri speciali e della «amplissima discrezionalità» riconosciuta (anche dai giudici amministrativi)⁶⁰ allo Stato per proteggere i «campioni»

⁵⁸ Del resto, accompagnano il *Sustainability Report 2022* dell’omologa tedesca Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) – capofila nell’adozione di incisive politiche di «promozione» tese allo sviluppo sostenibile – le parole di Stefan Wintel, amministratore delegato della KfW: «We must strengthen the sovereignty and resilience of Germany, Europe and the western world – above all by massively advancing the expansion of renewable energies and thus making ourselves more independent from fossil fuels. As a transformation and promotional bank, we provide the necessary incentives for this», su <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/nachhaltigkeitsbericht.kfw.de/en/data/>.

⁵⁹ A partire dall’adozione del Regolamento europeo 2019/452, sino alle misure transitorie del *Decreto liquidità*, cui ha fatto seguito l’emanazione dei D.P.C.M. 179/2020 e 180/2020 e, in seguito al conflitto russo-ucraino, la l. 51/2022.

⁶⁰ Il riferimento è alla recente sentenza del TAR Lazio 4488/2022 che, con un certo grado di deferenza, ha stabilito come la scelta dello Stato di esercitare i poteri speciali – sia imponendo prescrizioni o condizioni, sia opponendosi all’operazione – sia connotata da una «amplissima discrezionalità» proprio in virtù degli interessi (superiori) salvaguardati; sicché la decisione di esercitare il *golden power* è

italiani e salvaguardare l'interesse nazionale nei settori strategici (nel cui ben duttile novero rientrano oggi financo la filiera agroalimentare e la salute)⁶¹, con un certo «camaleontismo»⁶². Così, nell'ambito dello Stato «supervisore»⁶³, se non proprio «doganiere»⁶⁴, già si è osservato come il *golden power*, ad oggi, rappresenterebbe «una *longa manus* dell'art. 41, terzo comma, Cost., nel senso che funge, in un certo senso, assieme ad altri strumenti di intervento pubblico nell'economia, da riattivatore della funzione di programmazione e controllo dell'attività economica privata, «indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali» (come recita la citata disposizione costituzionale nella formulazione recentemente integrata)⁶⁵. Considerazione che parrebbe *tout court* valevole anche per le dinamiche sopra osservate che interessano la Cassa⁶⁶. Non a caso, chiara testimonianza dell'intersezione tra queste

espressione di «alta amministrazione» (e pertanto contestabile dal sindacato amministrativo solo quando presenti «manifesta illogicità»): sul punto M. CLARICH, G. MARRA, *Golden power: il Giudice conferma il potere dello Stato*, in *questa Rivista – Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2022, 1 ss.

⁶¹ La letteratura in oggetto è ampia; tra i contributi più recenti aventi ad oggetto l'esperienza italiana si segnala F. RIGANTI, *Annotazioni critiche in tema di Golden Powers e Stato regolatore del mercato*, in *Giur.it*, 8/9, 2022, 1909 ss.; F. PRENESTINI, *Golden power: una tela di Penelope*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2022, 667 ss.; R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022*, in *Federalismi*, 15, 2022; M. MANNA, *I golden powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Diritto del Risparmio*, 3, 2022; M. RESCIGNO, E. RIMINI, *Golden power e coronavirus: regole per l'emergenza o per il futuro*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2020, 517 ss.; G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening – Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020, 136 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2019, 151 ss.

⁶² L'espressione si deve a A. SANDULLI, *Il Golden Power al tempo dell'emergenza Covid-19. Uno strumento camaleontico a protezione del tessuto economico*, in *open.luiss.it*, 2020.

⁶³ A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers*, cit., 171 ss.

⁶⁴ G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 5, 2019, 549 ss.

⁶⁵ A. SANDULLI, *La febbre del Golden power*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 3, 2022, 752.

⁶⁶ Una singolare angolatura da cui osservare le nuove spinte protettive nazionali potrebbe essere rappresentata da eventuali mutamenti nella struttura e nelle linee d'azione di CDP Equity S.p.A. Come efficacemente ricostruito da M. BENVENUTI, *La*

due dimensioni, se non di un vero coordinamento verso indirizzi comuni, giunge dalla l. 10/2023⁶⁷: tra le più rilevanti previsioni figura la possibilità, per le imprese destinatarie di misure inerenti all'esercizio di *golden power*, di accedere in via «prioritaria» proprio alle misure di sostegno e capitalizzazione del Patrimonio Rilancio⁶⁸ (la cui elastica strumentalità rispetto agli interessi nazionali, strategici e “difensivi”, emerge qui con nitidezza). E si giunge pertanto al più profondo degli interrogativi, che interessa in egual misura tanto l'estensione del perimetro applicativo del *golden power*, quanto le energiche (selettive e forse discriminatorie) iniziative di ricapitalizzazione di CDP: se, insomma gli interessi pubblici siano, ad oggi, più vicini a vere e proprie

spada e lo scudo. Prime note sulle nuove forme di intervento diretto dello Stato nell'economia con finalità di politica industriale, in *Diritto costituzionale*, 1, 2021, 26-27, tramite quest'ultima, la Cassa persegue in primo luogo l'obiettivo di «favorire la crescita dimensionale, l'aggregazione e il rafforzamento della posizione competitiva sui mercati nazionali e internazionali»; *in secundis*, provvede ad «apportare capitale di rischio ad imprese strategiche “sane” che ne abbiano bisogno per crescere, investire, internazionalizzarsi», anche attraverso il coinvolgimento di fondi sovrani stranieri; per ultimo, esercita «controllo attivo sulla *governance* delle società direttamente e indirettamente partecipate, orientandone le scelte imprenditoriali in vista delle proprie finalità istituzionali e, dunque, del perseguimento dell'interesse pubblico», su cui anche A. AVERARDI, *Potere pubblico e politiche industriali*, Napoli, 2018, e F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi*, cit., 445, richiamati dall'A. Se già si è detto dell'incisività delle prerogative di *governance* attribuite alla Cassa, con riguardo al secondo aspetto mette conto di segnalare che (al momento in cui si scrive) CDP Reti S.p.A. è partecipata, dal 2014, al 35% dal gruppo cinese State Grid Corporation of China: il relativo patto parasociale si rinnova in automatico a meno di un intervento governativo, da alcuni prefigurato proprio nell'ambito delle misure di *golden power*, G. CARRER, *Cinesi ancora in CDP Reti? Il governo ha la carta golden power*, su *formiche.net*, 2023.

⁶⁷ Che converte il d.l. 187/2022, recante «misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici».

⁶⁸ Oltre che al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività di impresa, ai contratti di sviluppo e agli accordi per l'innovazione. M. CLARICH, *L'intervento dello Stato nell'economia all'epoca della deglobalizzazione*, in *Luiss Law Review*, 2023, 9, sottolinea come tale priorità nell'accesso a misure di sostegno, capitalizzazione e rafforzamento patrimoniale operi «quasi come compensazione» per l'impresa nei confronti della quale vengano esercitati poteri speciali, attribuendo così al decreto in parola, poi convertito in legge, un «carattere quasi ordinatorio» (anche alla luce delle specifiche misure di protezione dell'interesse nazionale previste per il settore degli idrocarburi di cui all'art. 1 del medesimo decreto).

missioni funzionali verso cui vengono, ricorrendo certe condizioni “essenziali” (eppure fortemente discrezionali), orientate le imprese private⁶⁹. Non è mancato, poi, chi, ampliando il raggio di indagine, ha rintracciato nella globalità delle strategie di politica industriale e di programmazione pubblica – compreso l’attuale allentamento e la modifica del quadro sugli aiuti di Stato – una “manovra” difensiva e una contromisura europea «non aggressiva, ma costruttiva» alle minacce che discendono dai programmi economici, questi sì *sine dubio* protezionistici, contenuti nell’*Inflation Reduction Act* statunitense (che pure elevano, in un rapporto di mezzo a fine, la protezione dell’ambiente ad obiettivo primario). Sicché, per l’Autore, l’imperativo dell’interesse generale/nazionale – in base al quale gli Stati e l’entità sovranazionale programmano e realizzano la politica economica – assurge al «rango di *interesse economico europeo* che prelude, per l’appunto, alla realizzazione di una politica di *interesse comune europeo* anche in prospettiva solidale e sussidiaria», come anche confermerebbero le conclusioni cui è giunto il Consiglio europeo lo scorso 9 febbraio⁷⁰.

Un vulnus democratico? Tornando alla selettività delle misure di sostegno individuate da CDP, è il caso di evidenziare come il procedimento di individuazione dei criteri e, più in generale, le dinamiche di “interferenze” fra il canale politico ed il processo decisionale della Cassa rimangano ancora, purtroppo, troppo spesso opachi; com’è stato osservato, la scarsa intellegibilità dei flussi decisorî conferma «il dubbio che l’istituzione oscilli tra autocefalia e soprattutto etero-direzione, lasciando insoluto il problema della sua *accountability*»⁷¹: non aiuta la scarsa reperibilità di numerosi

⁶⁹ Verrebbe in altre parole rimessa in discussione, nelle fondamenta, la solida interpretazione per cui «l’iniziativa economica pubblica non sia un “diritto-libertà” dello Stato, al pari di quello privato, quanto piuttosto un “dovere-funzione” di intervenire nel mercato solo per supplire alle carenze dei privati, non già per fare concorrenza agli stessi», così F. VESSIA, *I vincoli europei sulle partecipazioni pubbliche nel post-pandemia*, cit., 416 ss. La tematica è stata dettagliatamente indagata dall’A. in ogni suo aspetto: si rimanda alle ricostruzioni e alle riflessioni contenute in ID., *Vincoli europei alle partecipazioni pubbliche e riflessi societari*, Napoli, 2020, 193 ss.

⁷⁰ G. LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, cit., 276.

⁷¹ Si rimanda alle articolate riflessioni formulate da M. BENVENUTI, *La spada e lo scudo*, cit., 28 ss.; l’argomento è stato più di recente ripercorso da P. BRICCO, *Nei*

documenti strategici della Cassa. Anche questo tema meriterebbe ben altro spazio. In questa sede ci si limita a sottolineare la necessità che processi di investimento e finanziamento di siffatta portata siano sorretti da regole di trasparenza e da un controllo democratico. Vero è che studiosi autorevoli hanno tratteggiato degli itinerari percorribili, a partire da una chiara fissazione degli obiettivi di CDP (statutariamente, con una simultanea previsione di una *sunset clause*; o con atto di indirizzo dell'assemblea di CDP; o con atto normativo, ad esempio con un decreto del MEF), fino a una possibile adozione, per la Cassa, del sistema dualistico⁷². Ebbene, senza addentrarsi in problemi più spinosi, preme semplicemente condividere l'idea di chi ha sostenuto che la funzione del *command and control* potrebbe (per sfuggire alla «managerializzazione» e al «soddisfacimento di interessi clientelari e di sottogoverno»), dal lato del Governo, essere coltivata restituendo vigore al Comitato interministeriale per la politica economica – dal 2021, non a caso, rinominato Comitato interministeriale per la programmazione economica e lo sviluppo sostenibile –, cui spetta un potere di direttiva sugli «indirizzi di politica industriale»; dal lato del Parlamento, invece, unitamente all'operato delle Assemblee e delle Commissioni permanenti, passare per una forma di attivismo della (fino ad ora impalpabile) Commissione parlamentare di vigilanza sulla Cassa Depositi e Prestiti (composta da quattro senatori, quattro deputati, tre consiglieri di Stato e un consigliere della Corte dei Conti)⁷³. Il tema, del resto, s'inserisce e s'intreccia con la più ampia riflessione intorno alla vera natura del PNRR e all'impatto che il Piano, ponendosi quale «atto normativo» (cioè un «concentrato massimo di indirizzo politico»), ha generato sul sistema delle fonti del diritto e sulla tenuta del sistema

rapporti tra politica e Cassa Depositi e Prestiti serve più trasparenza, su *Il Sole 24 Ore* del 26 giugno 2023.

⁷² L. ENRIQUES, F. MUCCIARELLI, "Governance" pubblica e privata delle politiche pubbliche per obiettivi: una proposta di riforma della "governance" della Cassa Depositi e Prestiti, in *Giur. Comm.*, 2019, I, 1014 ss.

⁷³ Queste le puntuali osservazioni di M. BENVENUTI, *La spada e lo scudo*, cit., 30 ss.; ma v. anche A. ZITO, *La Commissione di vigilanza sulla Cassa depositi e prestiti: il Parlamento e le nuove forme di intervento pubblico nell'economia*, in *Federalismi*, n. 13, 2021, 274 ss., nonché Y.M. CITINO, *Elementi per una razionalizzazione degli organi bicamerali conseguentemente alla riduzione dei parlamentari: il rilancio della vigilanza sulla Cassa Depositi e Prestiti*, in *Nomos*, 2, 2022, 1 ss.

democratico istituzionale⁷⁴. In questa cornice, dunque, i due primi passi sopra menzionati risultano più che mai necessari, per un controllo e un “coinvolgimento”, cui non potranno che affiancarsi meccanismi di accesso e di trasparenza informativa sempre maggiori.

⁷⁴ Il tema è approfonditamente indagato da F. BILANCIA, *Indirizzo politico e nuove forme di intervento pubblico nell'economia in attuazione del Recovery and Resilience Facility, tra concorrenza e nuove politiche pubbliche*, in *Costituzionalismo.it*, 1, 2022, 38-41. L'A., nel ricostruire l'articolato apparato governativo di supporto e monitoraggio nell'attuazione del PNRR, evidenzia come «(...) la complessità, la poliedricità, l'ampiezza e le difficoltà di strutturazione in dettaglio degli elementi che compongono il PNRR non hanno consentito al Parlamento italiano un ruolo attivo, più significativo della sua mera approvazione, nella definizione dell'indirizzo politico e degli strumenti di attuazione del progetto pluriennale», confermando così «la deriva di grave crisi della capacità progettuale delle forze partitiche rappresentative, le quali però si risolvono volontariamente nel recepire in atti legislativi le risultanze delle iniziative politiche di altre istituzioni, oggi in special modo del Governo, con ciò formalizzando in atti di indirizzo politico costituzionalmente conformi tali contenuti»; ma v. anche A. SCIORTINO, *PNRR e riflessi sulla forma di governo italiana. Un ritorno all'indirizzo politico «normativo»?», in *Federalismi*, 17, 2021, 235 ss.*