

Massimo Mucchetti

*è presidente della Commissione industria,
commercio, turismo del Senato*

CASSA DEPOSITI E PRESTITI, IL NUOVO CENTAURO

Negli ultimi anni l'Italia industriale si è trovata a scontrarsi con alcuni dei suoi limiti più grandi: la debolezza del capitalismo nazionale, incapace di difendere e di far progredire i pochi grandi gruppi privati rimasti in mano ad azionisti italiani; la mancanza di un sistema di grandi imprese private e pubbliche capaci di intervenire nel segno dell'interesse nazionale e nel rispetto dei bilanci; un sistema finanziario concentrato ma debole, che non ha saputo promuovere la crescita e il consolidamento dei gruppi maggiori. L'unico in grado, almeno sulla carta, di mettere in campo una certa capacità di investimento azionario è lo Stato. Stato che però non potrà reimparare il mestiere dell'azionista se non individua un soggetto con la personalità giuridica adatta a esercitare quel mestiere. Un tale soggetto potrebbe essere individuato nella Cassa depositi e prestiti; una nuova Cassa che si potrebbe paragonare a un Centauro: pubblico nelle finalità, privato nel rigore gestionale, pubblico e privato nelle fonti di finanziamento, un po' banca e un po' holding.

Il governo sta ripensando il futuro della Cassa depositi e prestiti. Non è ancora detto che le riflessioni in corso mettano capo a una nuova strategia volta a elevare la Cassa al rango di crocevia dell'alta finanza italiana con funzioni di custode e promotrice dell'interesse nazionale. Il progetto deve rispettare le regole del mercato unico, in particolare la disciplina europea sugli aiuti di Stato. Ma assume già un rilevante significato politico il fatto che se ne parli senza più attardarsi nelle solite intemerate contro il ritorno dello statalismo, secondo le quali *IRI humanum, Cassa diabolicum*. Prevale oggi in chi ha responsabilità di governo, o ambisce ad averle, una forte preoccupazione per la debolezza del capitalismo privato, troppo spesso incapace di far progredire, o anche solo di difendere

da appetiti esteri non sempre trasparenti, i pochi grandi gruppi privati rimasti in mano ad azionisti italiani.

Il ripensamento sulla Cassa, d'altra parte, è iniziato negli stessi giorni nei quali al ministero dello Sviluppo economico è stata elaborata la proposta di obbligare i soggetti che acquisiscano pacchetti azionari di società quotate superiori a certe soglie a dare ampie informazioni ai mercati sui loro obiettivi. La norma, ispirata alla legislazione francese, prende spunto dal rastrellamento di titoli Mediaset da parte della multinazionale Vivendi, per un'ironia della sorte di origine francese, ma non incide sul passato. Il vertice del PD bolla il provvedimento come un favore alla famiglia Berlusconi. Purtroppo, accecato dall'ostilità verso il ministro Calenda che questo provvedimento ha proposto, il vertice del PD non si accorge che l'attacco di Vivendi Mediaset l'ha già subito e che la norma non è retroattiva. Più senso, invece, avrebbe inquadrare la proposta nel suo contesto giuridico.

Diremo allora che questa norma non costituisce uno scudo impenetrabile. Non potrà impedire, ad esempio, il lancio di vere e proprie offerte pubbliche d'acquisto, per quanto possano risultare sgradite al governo o ai consigli di amministrazione delle società bersaglio. Ma diremo anche che, con questa norma, si renderanno più faticosi i cambi del controllo di fatto sotto la soglia dell'OPA obbligatoria, senza nulla spiegare agli *stakeholders* dei progetti che li coinvolgeranno e senza nulla riconoscere ai soci di minoranza. Insomma, si tratta di una mossa nel segno della trasparenza e, in seconda battuta, della stabilità. Una mossa che si aggiunge ad altre di analogo ispirazione, ossia alla riduzione dal 30 al 25% della soglia dell'OPA obbligatoria, alla rivisitazione della *golden share* attraverso il *golden power*, e all'introduzione del voto maggiorato nelle società quotate.

Ora, per valutare la questione degli assetti di controllo dei grandi gruppi bisogna seguire la logica che definisce il problema. Anzitutto, dobbiamo decidere se per l'Italia sia indispensabile o meno avere un certo numero di grandi imprese. È un punto meno pacifico di quel che sembra. C'è infatti chi reputa ormai persa la partita della grande dimensione d'impresa, specialmente se industriale, e ritiene che l'Italia del futuro prenderà la sua forma nel

mondo frammentato del turismo e nei servizi con un decrescente contributo delle piccole e medie imprese manifatturiere. In realtà, lo stato delle cose appare assai meno preciso. L'Italia non ha più una quantità di grandi imprese in grado di fare sistema com'era stato fino agli anni Ottanta, ma continua ad avere un certo numero di grandi imprese. La stagione delle privatizzazioni non ha fatto rifiorire la grande dimensione. Anzi. Se tuttavia il numero delle grandi imprese si rimpicciolirà ancora, il declino dell'Italia industriale – dove per industria intendiamo tutte le attività non finanziarie, non solo la manifattura – sarà irrimediabile.

Intendiamoci, l'Italia ha visto fiorire negli ultimi cinquant'anni un robusto sistema di piccole e medie imprese. Un fenomeno interessantissimo. Per dire, non abbiamo o quasi aziende vinicole di stazza californiana ma contendiamo alla Francia il primato mondiale nel vino per ettoltri e fatturato. Non ho mai accettato lo scetticismo della Banca d'Italia sul Quarto capitalismo e sui distretti industriali, accusati di seguire pigramente specializzazioni produttive "sbagliate" nell'era moderna. Il limite, secondo me, non sta nell'impresa familiare che troppo raramente diventa grande come osservano in via Nazionale, e tuttavia riesce a stare sui mercati globali da decenni come ci dicono gli studi più recenti di università non mainstream. Il Quarto capitalismo e i distretti industriali realizzano nel territorio economie di scala, processi di innovazione e formazione imprenditoriale grazie alla organizzazione in rete o in filiera, e tanto è sufficiente a smentire da decenni le Cassandre mainstream. Il limite dell'Italia industriale degli anni Duemila, sempre secondo gli irregolari, *quorum ego*, sta negli esponenti del "grande capitalismo" che grandi non sono e nel sistema finanziario che non ha saputo né promuovere la crescita e il consolidamento dei gruppi maggiori né "licenziare i padroni" quando era necessario, e questi sono temi sui quali la stessa Banca d'Italia, l'Accademia mainstream, il governo e il Parlamento potrebbero riflettere più in profondità. Le piccole e medie imprese "sbagliate" hanno dunque tamponato le cadute e gli errori di quelle grandi, con le specializzazioni

L'ITALIA NON HA PIÙ UNA
QUANTITÀ DI GRANDI
IMPRESE IN GRADO DI FARE
SISTEMA COM'ERA STATO
FINO AGLI ANNI OTTANTA,
MA CONTINUA AD AVERE
UN CERTO NUMERO
DI GRANDI IMPRESE

“giuste”. E tuttavia tamponare non equivale a sostituire. La crisi della grande impresa erode la competitività complessiva del paese, nonostante il Quarto capitalismo. Non è senza significato la circostanza per cui, dagli anni Ottanta ai giorni nostri, la crescita del Prodotto interno lordo sia andata diminuendo in parallelo alla riduzione del numero delle grandi imprese private italiane, a proprietà concentrata o diffusa che sia. Se poi guardiamo al futuro – alla seconda, rivoluzionaria fase dell’automazione detta anche Industria 4.0 – vedremo come la distinzione settoriale tra industria, servizi e turismo abbia oggi ancor meno senso del poco che già aveva, perché tutto si riconnette nel web, mentre proprio per questo un significato sempre più profondo acquista la padronanza della complessità, tipica della grande impresa qualunque sia il suo campo di attività.

Grande impresa, dunque. Ma qui emerge il secondo problema: la qualità delle compagini azionarie di controllo, dove per qualità si intendono la forza finanziaria, la propensione a investire a lungo termine, la disponibilità e la capacità di rapportarsi con gli interessi del paese.

Il rapporto con il paese – questo deve essere chiaro – non si declina in meri termini nazionalistici. Non sempre l’azionista domestico è il più augurabile per lo sviluppo dell’azienda. Non di rado la bandiera viene evocata per conservare posizioni di potere ormai inefficienti o clientelari. Parimenti inaccettabile è la credenza secondo la quale la delocalizzazione del quartier generale di un grande gruppo non costituirebbe un problema, perché la scelta del luogo sarebbe, in ultima analisi, una decisione di mercato, e come tale coinciderebbe con l’interesse nazionale essendo ogni altra forma di intervento un cedimento alla tentazione di pianificare l’economia in stile Gosplan.

La realtà è più articolata. Per capirci sarà sufficiente confrontare la storia della Fiat e della famiglia Agnelli con la storia della Volkswagen e delle famiglie Porsche e Piech o con quella della BMW e della famiglia Quandt. Tutte e tre sono storie di grandissime imprese a controllo familiare e a proiezione internazionale, ma ben diversi sono i rapporti che queste imprese intrattengono tra il loro insediamento originario e il resto del mondo nella

progettazione, nella produzione, nelle relazioni con i sindacati, i fornitori, il sistema finanziario e gli Stati. Questi rapporti hanno la loro sintesi simbolica nella domiciliazione della sede legale: nel caso di Fiat Chrysler la sede viene trasferita in Olanda, nel caso delle tedesche resta dov'era. Nel loro complesso, formano la reputazione dell'azienda e del paese, un *goodwill* o un *badwill* a seconda dei casi. Ricordiamo a tal proposito la vicenda della Opel, rifiutata alla Fiat di Marchionne dal fronte unito di management, sindacato e governo, e invece messa sul tavolo di trattativa con la PSA di Tavares, multinazionale francese dove i soci maggiori sono il governo di Parigi, il costruttore cinese Dongfeng e la famiglia Peugeot che ha ceduto buona parte delle sue posizioni sull'altare della tenuta e dello sviluppo industriale (un padrone, diremmo noi, che la Francia ha trovato il modo di "licenziare" per due terzi).

L'intervento del capitale estero – va ripetuto di fronte a certe manifestazioni pelose di nazionalismo – non è un dramma. Può anzi rappresentare un'opportunità. Purché sia governato. Dal sistema finanziario nazionale, se esiste e ne è capace. O dal governo, laddove il sistema finanziario latiti. Il lancio di Sky da parte di News Corp ha avuto effetti sul business della pay TV, e più in generale sulla qualità e sul pluralismo dell'informazione, assai migliori di quelli che sarebbero derivati dal permanere solitario della Telepiù di ascendenza berlusconiana. L'acquisizione del 40% di Ansaldo Energia da parte di Shanghai Electric o l'ingresso in posizione di controllo di Shangdong Heavy Industry Group nei cantieri navali Ferretti hanno generato vantaggi. Shanghai Electric offre opportunità commerciali e industriali all'azienda genovese più ampie di quelle possibili con il vecchio azionista Finmeccanica. Shangdong ha evitato il fallimento di sette prestigiosi marchi della cantieristica da diporto provocato dall'avidità dei fondi di *private equity* e, anche questo va detto, della vecchia proprietà italiana. L'acquisizione della maggioranza di Pirelli da parte di ChemChina

L'INTERVENTO DEL
CAPITALE ESTERO NON
È UN DRAMMA. PUÒ
ANZI RAPPRESENTARE
UN'OPPORTUNITÀ.
PURCHÉ SIA GOVERNATO.
DAL SISTEMA FINANZIARIO
NAZIONALE, SE ESISTE
E NE È CAPACE.
O DAL GOVERNO,
LADDOVE IL SISTEMA
FINANZIARIO LATITI

può inserire la multinazionale milanese nell'immenso mercato cinese dei pneumatici per i veicoli industriali e agricoli, ma apre anche nuove incognite sul destino della stessa Pirelli nella misura in cui l'azionista cinese, una enorme conglomerata statale, la possa declassare a merce di scambio sull'altare dei suoi imperscrutabili progetti, ad esempio ai fini dell'espansione nell'agrochimica che, come dimostra l'OPA sulla svizzera Syngenta, può assorbire risorse pari a sette volte quelle investite in Italia ovvero ai fini della possibile integrazione tra la stessa ChemChina e Sinopec nel quadro dei nuovi equilibri in seno al capitalismo dei mandarini.

L'ansia di difendere l'"italianità" delle grandi imprese senza avere una politica, senza rischiare in proprio e senza avere le antenne giuste sul mercato, può addirittura generare equivoci. La presenza di manager francesi in Unicredit e in Generali e l'attivismo di Vivendi in Telecom Italia e Mediaset hanno fatto temere una scalata del colosso assicurativo transalpino Axa alla compagnia triestina. Un timore non giustificato dagli storici equilibri tra i grandi gruppi assicurativi europei, che da sempre "proteggono" le Generali. Ma chi, invece di "leggere" la finanza, si ferma alle cronache dei giornali o alle confidenze interessate di qualche investitore, ha creduto al pericolo imminente e ha avallato, da palazzo Chigi, il piano di intervento di Intesa Sanpaolo a Trieste come forma di difesa nazionale preventiva. Un errore blu. Il piano di Intesa Sanpaolo, infatti, comportava il *break up* del gruppo Generali nell'illusione che una tale manovra, aggressiva nella forma e lesiva dell'interesse nazionale ad avere più gruppi finanziari importanti e non uno solo, potesse essere letta dalla Borsa come una nuova *equity story*, capace di rilanciare le quotazioni del titolo. Al dunque, Intesa Sanpaolo ci ha ripensato ma ormai, con la sua iniziativa maldestra, aveva rivelato alla stessa Axa, ad Allianz, a Zurich come le Generali possano essere prese e spacchettate sol che si trovi una sponda nella politica italiana, non di rado superficiale.

La questione nazionale, tuttavia, non può essere accantonata perché troppo spesso viene evocata con la stessa, scoperta furbizia dei vecchi impresari del varietà, i quali, non appena il loggione rumoreggiava, invitavano le attempate ballerine a sventolare il tricolore e ordinavano all'orchestrina di suonare l'inno di Mameli.

La questione nazionale, d'altra parte, viene riproposta negli USA e in Europa con più forza di prima: dal presidente Trump, che rilancia il made in USA anche attraverso i dazi e comunque esigendo il rimpatrio delle attività produttive in precedenza delocalizzate, fino alla cancelliera Merkel, che ormai non nasconde più la preoccupazione del governo tedesco per lo shopping di aziende e tecnologie da parte dei cinesi e si accinge a prendere adeguate contromisure.

USA e Germania, ma non dimentichiamo la Francia, reagiscono utilizzando le risorse delle quali dispongono: la *moral suasion* imperiale e il *buy american* di chi governa il primo mercato del mondo, l'intreccio fra banche, assicurazioni e imprese con il supporto dei sindacati di chi governa la prima economia esportatrice del mondo, la presenza diretta nel capitale delle imprese o anche solo la solidarietà di establishment di chi dispone della miglior burocrazia pubblica del mondo.

L'Italia ha imparato a sue spese quanto possa pesare la questione nazionale. Lo ha imparato negli USA fin dal 1988 quando la Casa Bianca fermò l'acquisizione dell'Irving Bank da parte della Comit, perché la banca milanese era controllata dall'IRI; ne ha avuto conferma vent'anni dopo, quando la Difesa americana dettò ogni genere di condizioni a Finmeccanica e Fincantieri per aprire loro il proprio mercato. Lo ha imparato in Germania fin dal 1992, quando il tentativo di acquisizione di Continental da parte di Pirelli s'infranse contro il sistema delle grandi imprese industriali e finanziarie tedesche sceso in campo a difendere un membro del club; ne ha avuto conferma nel 2009 quando la Bafin impedì a Unicredit di usare la liquidità della Hypovereinsbank, che pure era controllata dalla banca italiana. Lo ha infine imparato in Francia fin dal 1991 quando agli Agnelli fu precluso l'acquisto della Perrier; ne ebbe conferma dieci anni dopo, quando toccò ai Riva di venire fermati a un passo dalla conquista del gruppo siderurgico Usinor; ne ha una terza conferma pure ai giorni nostri nei quali Fincantieri, per poter rilevare dal gruppo coreano STX la gestione dei Chantiers de l'Atlantique, è stata costretta a un estenuante negoziato con il governo francese che di quei cantieri detiene la minoranza di blocco.

In questo quadro, che cosa può fare l'Italia? Non può seguire gli USA sia perché non ha poteri imperiali sia perché fa parte dell'Unione europea e del suo mercato unico. Non può nemmeno imitare la Germania, perché, a differenza della Germania, l'Italia ha un sistema finanziario concentrato ma debole e non ha più un sistema di grandi imprese private e pubbliche, capaci di intervenire nel segno dell'interesse nazionale e nel rispetto dei bilanci, obiettivo raggiungibile come dimostra il caso Continental che, respinta la Pirelli, ebbe poi i suoi giorni di gloria. Forse, l'Italia può imparare qualcosa dalla Francia e, aggiunto, dall'Olanda.

L'unico soggetto in grado, almeno sulla carta, di mettere in campo una certa capacità di investimento azionario è lo Stato. Lo potrebbe fare alla francese, da solo o in alleanza con soggetti privati, ovviamente in condizioni di reciproca convenienza. Ma, se non vorrà rivelarsi velleitario, lo Stato deve affrontare due sfide: a) imparare di nuovo il mestiere dell'azionista stabile che non si accontenta di ricevere dividendi ma persegue anche obiettivi di sviluppo operando sui mercati con una governance societaria adeguata; b) disporre di mezzi finanziari sufficienti, in particolare di capitale di rischio sufficiente.

All'epoca di Beneduce e Menichella, di Mattei e Sinigaglia, di Reiss Romoli, di Cova, di Ippolito, l'Italia – lo Stato italiano – dimostrò di saper essere un azionista come si deve. Nutro fieri dubbi che si possa ripetere oggi. Troppi esponenti politici, nel governo e nel Parlamento, si rivelano subalterni agli opposti estremismi: da un lato, l'idolatria dello *shareholder value* o, più banalmente, del dividendo e dall'altro lato la convinzione, colposa o dolosa a seconda delle persone, che il primato della politica regali la conoscenza a chi non ce l'ha e autorizzi la pratica dello *spoils system*, anche in capo ad aziende quotate o partecipanti al capitale di aziende quotate, come dimostra l'esperienza del governo Renzi.

Nutro fieri dubbi, eppure temo che non si diano alternative. La debolezza delle famiglie imprenditoriali italiane è, purtroppo, un dato acquisito, che non può essere superato dall'intervento di banche e assicurazioni. Banche e assicurazioni, infatti, devono rispettare requisiti patrimoniali tali da precludere l'assunzione di partecipazioni su larga scala. 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. Non resta che lo Stato: questo Stato così spesso deludente, con i suoi governi, le sue cattive abitudini, il suo debito pubblico.

Questo Stato, d’altra parte, non potrà reimparare il mestiere dell’azionista se non individua un soggetto con la personalità giuridica adatta a esercitare quel mestiere. Un tale soggetto potrebbe essere individuato nella Cassa depositi e prestiti che ha l’agilità della società per azioni, non viene inclusa nel perimetro delle pubbliche amministrazioni grazie alla brillante operazione effettuata a suo tempo da Giulio Tremonti, persegue il profitto, obiettivo che implica disciplina gestionale, ma nel quadro di un più generale impegno pubblicistico, come impone la sua speciale natura, essendo il suo capitale intestato al MEF per l’83% e alle fondazioni bancarie per il resto.

La Cassa, insomma, può associare al suo mestiere tradizionale di finanziatrice degli enti locali un nuovo mestiere di holding di partecipazioni. Anche adesso la Cassa detiene partecipazioni, ma non funziona come quella vera holding che l’Italia ha perso con la liquidazione dell’IRI e la normalizzazione di Mediobanca. Dimentico, di proposito, la Bastogi. Sono ovviamente consapevole che richiamare la memoria dell’IRI e della Mediobanca di Cuccia contrasta con l’analisi riformista degli anni Novanta. Ma le svolte importanti non si compiono di nascosto. I nuovi riformisti non possono scansare la loro Bad Godesberg. Non possono evitare di mettere a confronto i giudizi e i pregiudizi nell’unico modo possibile per i laici, e cioè facendo i conti, come il banchiere umanista Raffaele Mattioli raccomandava sempre ai suoi dirigenti in Comit e come, nel 1947, suggerì perfino al PCI di Togliatti sulla tragedia dell’inflazione. Pertanto, con imprudente impudenza, ricordo come l’IRI dei primi quarant’anni e la Mediobanca di Cuccia abbiano esercitato una funzione di supplenza del capitalismo senza capitali, utile al paese. E che l’abbiano fatto presentando infine l’IRI un saldo di

LA CASSA DEPOSITI E
PRESTITI PUÒ ASSOCIARE
AL SUO MESTIERE
TRADIZIONALE DI
FINANZIATRICE DEGLI
ENTI LOCALI UN NUOVO
MESTIERE DI HOLDING
DI PARTECIPAZIONI

liquidazione ampiamente positivo e la Mediobanca di Cuccia uno stato patrimoniale di prim'ordine. Due esiti che contraddicono i pregiudizi. L'atto finale della storia dell'IRI, infatti, smentisce la convinzione che l'Istituto fosse fallito. Una convinzione, va detto, che era radicata nel governo, nella Commissione europea e nelle banche d'affari, compresa Mediobanca che considerava le perdite degli ultimi esercizi sufficienti ad azzerare il patrimonio netto senza che fosse possibile ricostituirlo, come invece avvenne *ad abundantiam*, vendendo gli attivi. D'altra parte, la Mediobanca che Cuccia e il suo delfino Vincenzo Maranghi consegnarono ai successori poteva vantare una ricchezza straordinaria, frutto degli utili reinvestiti in particolare nelle Generali, sulla quale si sono costruiti i bilanci remunerativi degli ultimi quindici anni. Di queste due istituzioni la nuova Cassa dovrebbe recuperare l'ispirazione migliore, l'idea di paese oltre l'interesse aziendale, la competenza industriale e finanziaria, la stabilità degli orientamenti di fondo che sola può sostenere progetti di lungo periodo. Ma quest'ultimo punto, la stabilità, potrà conseguirsi soltanto se gli azionisti della Cassa, attuali e futuri, avranno a loro volta una visione condivisa dell'interesse nazionale, analoga a quella che ispira la classe politica francese nei suoi rapporti con la grande industria transalpina. A questo scopo, il connubio tra Tesoro e investitori istituzionali può ancora rivelarsi utile, anche per evitare le degenerazioni che, nel tempo, si manifestarono sia nell'IRI sia in Mediobanca. Ma altro è la compartecipazione di investitori istituzionali a specifiche operazioni, ad esempio a CDP Reti, altro è la compartecipazione alla CDP S.p.A., com'è accaduto con le fondazioni bancarie. Rispondendo a Napoleone Colajanni, in un'audizione parlamentare, Enrico Cuccia paragonò la sua Mediobanca a un Centauro, metà pubblico e metà privato. Ecco, credo che anche la nuova Cassa possa diventare un Centauro, pubblico nelle finalità, privato nel rigore gestionale, pubblico e privato nelle fonti di finanziamento, un po' banca e un po' holding. Insomma, una figura felicemente ambigua in un paese che reagisce male alle semplificazioni. La Cassa del futuro potrà dunque acquisire partecipazioni e diritti di voto nei principali gruppi industriali e finanziari in chiave amichevole. Pirelli, Prysmian, Magneti Marelli e, perché no, Generali

e Unipol, Unicredit e Intesa Sanpaolo, Telecom Italia e così via formando l'elenco dei possibili target. Un elenco dal quale è difficile espungere Fiat Chrysler, gruppo certamente privato e tuttavia legato al passato e al futuro dell'Italia industriale, salvato dalle banche nel 2002 con la regia della Banca d'Italia e ora in preda alle dinamiche opache tra il primo azionista, John Elkann, e il suo top manager, Sergio Marchionne, nell'incertezza strategica tra la prosecuzione del cammino *stand alone* e la ricerca di una partnership, fatalmente subalterna, con GM o con Volkswagen dopo che non è decollata quella con la francese PSA a causa del disaccordo tra i top manager dei due gruppi sulla gerenza operativa. Si tratterebbe, naturalmente, di partecipazioni di minoranza, tali da non riportare indietro l'orologio della storia, ma adatte a segnalare al mondo l'interesse del governo italiano a che queste grandi imprese possano meglio svilupparsi in patria e all'estero e non diventino teatro di scorrerie o di processi di concentrazione a condizioni sfavorevoli al paese.

Un'iniziativa del genere avrebbe una natura assai diversa dalla nazionalizzazione delle banche in difficoltà, varata dal Parlamento nell'inverno appena trascorso. Questa nazionalizzazione, infatti, ha carattere transitorio, sebbene la presenza dello Stato nel capitale di Banca MPS e delle due ex popolari venete possa anche durare anni. Come, del resto, sta accadendo al Tesoro britannico nella Royal Bank of Scotland. Questa nazionalizzazione, semmai, segnala il fallimento del Fondo Atlante che si prefiggeva di salvare le banche pericolanti con i soldi delle banche sane e, in parte, della Cassa. Il timore ideologico di vedersi accusare di statalismo e la preoccupazione concreta per le finanze pubbliche avevano alimentato l'illusione di risolvere il problema con una sorta di TARP privato in salsa tricolore. Si dimenticava che il TARP autentico, quello americano, disponeva di fondi sostanzialmente illimitati messi a disposizione dalla Federal Reserve, mentre il Fondo Atlante può contare solo sulle risorse scarse rese disponibili dalle banche concorrenti delle banche da salvare. L'effetto è stato quello di indebolire le già deboli banche in crisi, facendo loro perdere raccolta, di infliggere perdite non irrilevanti alle banche sane e di appesantire il conto finale a carico delle pubbliche finanze. Con la

cessione a valore zero di Banca Etruria e delle consorelle abbiamo avuto la prima condanna, questa volta senza possibile appello, del fallimento del TARP privato in salsa tricolore. Con Banca MPS e le venete vedremo se il tardivo intervento pubblico consentirà un recupero del disastro già consumato.

L'intervento della Cassa nella compagine azionaria dei grandi gruppi, invece, avrebbe carattere stabile, ancorché non eterno, propulsivo di sviluppo e non di salvataggio, se non in quei casi, come Ilva e SAIPEM, nei quali si valuta esistano credibili chance di *turn around* nel volgere di qualche anno.

Per finanziare una simile quantità di interventi la Cassa dovrebbe essere ricapitalizzata dallo Stato e da investitori istituzionali italiani ed eventualmente esteri, graditi al medesimo. Non basterebbe raschiare il fondo del barile del fondo strategico. Al 31 dicembre 2016, la Cassa depositi e prestiti S.p.A aveva mezzi propri per 23 miliardi e partecipazioni per quasi 33 miliardi. Grazie allo speciale regime di vigilanza al quale è sottoposta da parte della Banca d'Italia, la Cassa non deve rispettare gli stessi requisiti patrimoniali delle banche. La Cassa, che pure si qualifica come banca di sviluppo, è una quasi banca ai fini regolatori. Se dovesse essere considerata una vera e propria banca risulterebbe fortemente sottocapitalizzata. Del resto, mentre un tempo sulle partecipazioni in portafoglio si registravano ricche plusvalenze teoriche, adesso non mancano minusvalenze teoriche non trascurabili. I premi di controllo impliciti in queste stesse partecipazioni aiutano il riequilibrio negli *impairment test*. Gli allarmismi suscitati a suo tempo da trasmissioni televisive come Report non avevano e non hanno fondamento. Il risparmio postale non sta correndo rischi. Nondimeno, l'antico tesoretto è scomparso e la Cassa ha necessità di rafforzare i mezzi propri, anche per esercitare i suoi mestieri più tradizionali: ad esempio, per poter prendere qualche rischio in più nel sostenere le imprese rilasciando garanzie finanziarie laddove il mercato non basti.

L'INTERVENTO DELLA
CASSA NELLA COMPAGINE
AZIONARIA DEI GRANDI
GRUPPI AVREBBE
CARATTERE STABILE,
ANCORCHÉ NON ETERNO,
PROPULSIVO DI SVILUPPO
E NON DI SALVATAGGIO,
SE NON IN QUEI CASI,
COME ILVA E SAIPEM,
NEI QUALI SI VALUTA
ESISTANO CREDIBILI
CHANCE DI TURN
AROUND NEL VOLGERE
DI QUALCHE ANNO

La parte della ricapitalizzazione di competenza dello Stato potrebbe essere coperta attraverso il conferimento delle partecipazioni grandi e piccole ancora detenute dalla mano pubblica in società quotate (Eni, Enel, Leonardo, Poste Italiane, 20 miliardi di valore in Borsa) e in alcune non quotate (Ferrovie, Anas e altre, 40-50 miliardi di patrimonio netto aggregato ma non sempre privo di *badwill* impliciti). Naturalmente, i conferimenti non potrebbero non tener conto del mercato unico e dell'Antitrust, ancorché i vincoli posti a suo tempo dalla presidenza Catricalà alla coesistenza di Enel e Terna nel portafoglio della Cassa possano essere rivisti alla luce del conferimento di Terna a CDP Reti, dove il 35% è detenuto dalla State Grid Corporation of China con gli annessi diritti di governance, e alla luce delle soluzioni già accettate per la coesistenza di Eni e Snam nel portafoglio della Cassa.

La parte della ricapitalizzazione riservata agli investitori istituzionali, invece, dovrebbe apportare contanti. La valutazione della Cassa, immagino, sarebbe consistente. L'*holding discount* tipico delle società di partecipazioni potrebbe venire compensato dal margine di interesse che la Cassa potrà ricavare dalle sue attività creditizie, praticamente libere da sofferenze, e dal conto di tesoreria presso il MEF, due fonti di ricavi destinate a crescere non appena si invertirà il corso dei tassi.

Pochi si stupirebbero se una parte delle somme in entrata venisse riversata al Tesoro a titolo di pagamento di quella parte dei pacchetti azionari che sarebbe oggetto non di conferimento ma di vendita. Personalmente, ritengo che lo Stato non abbia alcun interesse a vendere: i dividendi ai quali rinunciare sarebbero superiori agli interessi passivi sul debito pubblico abbattuto grazie a quanto incassato vendendo. Ma non voglio entrare così radicalmente nelle scelte di finanza pubblica, che obbediscono anche agli impegni presi dal governo con la Commissione europea. Resta che, in prima battuta, vendere alla Cassa darebbe al Tesoro un risultato netto migliore di quello che potrebbe venire dalla vendita al mercato. D'altra parte, ragionando a più lungo termine, anche al Tesoro converrebbe avere una Cassa ben capitalizzata e attiva sul fronte delle grandi imprese che hanno un'incidenza non trascurabile sul PIL e dunque dello stesso gettito fiscale generale.

Basti pensare che, secondo un recente studio del Censis sull'economia del mare, la non enorme Fincantieri, 7900 dipendenti diretti in Italia, svilupperà affari pari all'1% del PIL realizzando, con un imponente indotto, il portafoglio ordini per i prossimi anni. La nuova Cassa, tuttavia, non avrebbe abbastanza fiato se il governo non prendesse le necessarie decisioni su due fronti: a) darsi regole coerenti con la finalità di difendere e promuovere l'interesse nazionale nelle grandi imprese; b) darsi una politica industriale e infrastrutturale tale da valorizzare il saper fare diffuso – quello, per intenderci, che ha indotto l'Audi a radicarsi in Emilia – e tale anche da costruire, specialmente al Nord, collegando Torino a Trieste, quella metropoli policentrica che sola potrà tenere l'Italia al passo con la nuova stagione dell'innovazione. Ma questo punto b) merita di essere trattato a parte. In questa sede basta svolgere il punto a) e dire che la ricapitalizzazione della Cassa servirebbe a poco se non migliorassimo la normativa su almeno tre fronti.

Il primo fronte riguarda la soglia dell'OPA obbligatoria al di sotto della quale si possono cambiare gli assetti di controllo delle società a capitale non concentrato senza nulla dire al complesso degli *stakeholders* e senza nulla dare ai soci di minoranza, mentre molto si dà, come premio di maggioranza, a chi cede il pacchetto strategico. A suo tempo, quando ne discutemmo in sede di conversione del decreto Competitività al Senato, proposi di abbassare questa soglia dal 30 al 20%. Si decise per il 25%. Meglio di prima. Ma se fossimo scesi al 20% la presa di Vivendi su Telecom Italia sarebbe stata meno forte, sempre che Vincent Bolloré non decida di lanciare un'OPA. Mano a mano che andremo verso la diluizione delle compagini azionarie di controllo, la prova dell'OPA sarà sempre più decisiva per distinguere chi è disposto a spendere molto per le acquisizioni, e dunque promette di perseguire la valorizzazione industriale delle attività, ove naturalmente non esageri con la leva finanziaria, da chi può o vuole spendere poco, e dunque sarà tentato di estrarre dalle imprese comunque conquistate i benefici privati del controllo.

Il secondo fronte riguarda i diritti di voto maggiorati che si possono riconoscere agli azionisti di lungo corso. La misura è controversa. Non ho difficoltà a riconoscerlo. Non è gradita da quanti

hanno interesse alla rivalutazione dei titoli quotati sulla base della contendibilità del controllo, al di là degli esiti gestionali di lungo periodo. Può invece interessare a quanti, come lo Stato azionista o il socio imprenditore, vogliono attirare capitali senza perdere il controllo che ritengono garanzia di stabilità per realizzare piani a lunga gittata. Il mercato è il luogo dove si incontrano o scontrano gli interessi. In entrambi i fronti, pro e contro i diritti di voto maggiorati, si trovano soggetti e motivi nobili e ignobili, meritevoli e immeritevoli. Ma il legislatore guarda più in là. E si domanda quale utilità possa mai venire all'Italia dalla migrazione verso l'Olanda dei propri gruppi maggiori, a cominciare dalle quattro società del gruppo Agnelli.

Exor, Fca, Cnh Industrial, Ferrari hanno trasferito la sede legale in Olanda, dove i diritti di voto maggiorati non decadono nemmeno di fronte all'OPA. Una tale migrazione, sia detto tra parentesi, è avvenuta senza che nessun difensore del sacro principio della contendibilità abbia censurato gli Agnelli e senza che i governi – il governo Renzi e i precedenti – abbiano lavorato a una *exit tax* degna di questo nome. Ora, introdurre negli statuti societari una simile opzione a favore dei soci stabili richiede la maggioranza dei due terzi, perché gli statuti si modificano in assemblea straordinaria. È un risultato difficile da raggiungere quando i soci non stabili sono numerosi. Se si ritiene utile al paese una tale opzione, allora bisognerà riaprire una finestra temporale sufficientemente ampia per approvare una simile modifica statutaria a maggioranza semplice in assemblea ordinaria. È un'eccezione alla regola. Ma è un'eccezione legittima, già varata per circa un semestre nel 2014. Dunque, è una questione di volontà politica.

Il terzo fronte riguarda il *golden power* che attribuisce al governo la facoltà di bloccare operazioni sul capitale di imprese attive in una serie di settori definiti strategici. Nei fatti, il *golden power* può essere esercitato in modo surrettizio anche attraverso le autorità di regolazione e sorveglianza. A suo tempo la fusione tra Abertis e Autostrade inciampò nell'interpretazione ostativa della concessione da parte del concedente e delle magistrature. A parere dei liberisti, fu una zeppa impropria. A mio parere, no. In ogni caso, dieci anni dopo la fusione si ripropone, ma a trazione italiana, non

più spagnola. Chi è stato lungimirante nel 2006? I “patrioti” o i “cosmopoliti”? Nel 2017 l’AgCom ordina a Vivendi di scegliere se stare in Telecom Italia o in Mediaset. Temo sia una forzatura, sia pure patriottica. Vedremo l’esito dei ricorsi, se ricorsi ci saranno. Ma restiamo al *golden power*. E diciamo che può offrire qualche protezione contro *take over* ostili con finalità predatorie provenienti da soggetti extra comunitari, assai meno se l’iniziativa proviene dall’interno dell’Unione europea. Del resto, un gruppo cinese o giapponese, indiano o arabo può ben costituire una holding europea e usarla come veicolo per le sue acquisizioni nel Vecchio continente. Per dire, Ansaldo STS e Ansaldo Breda sono entrate a far parte del gruppo giapponese Hitachi, peraltro con un’operazione concordata, attraverso la Hitachi Rail di Londra. Una multinazionale tascabile come Fiamm, brillante produttore di batterie, delocalizza in Cina e passa dal fondatore sempre all’Hitachi per meno di 90 milioni. Vale la pena di rinunciare al controllo nazionale sulle tecnologie del segnalamento ferroviario nel paese del Frecciarossa e dello stoccaggio di energia nel paese del fotovoltaico? La mia risposta è: potendo, no. Ma il controllo nazionale sull’*high tech* costruito in Italia non implica di per sé la chiusura agli apporti esterni di capitali, management, mercati e integrazioni tecnologiche. L’esercizio del diritto di veto può far guadagnare tempo ma, di per sé, ha un respiro limitato. Molto meglio integrare il *golden power* in una politica più ampia, che può fare leva anche sulla nuova Cassa. Nel caso delle due Ansaldo Ferroviarie, ad esempio, il Tesoro, azionista di una Finmeccanica non più adatta a gestirle, avrebbe potuto favorire un’intesa tra la Cassa depositi e prestiti e l’investitore industriale estero – fosse Hitachi o la cinese Insignia – come era stato fatto con successo per Ansaldo Energia; nell’altro caso, il Fondo strategico avrebbe potuto dire la sua, se è vero che senza stoccaggi le fonti rinnovabili, tanto sussidiate, non entreranno mai nella maggiore età e se è vero che vogliamo l’*automotive* italiana protagonista sulla nuova frontiera dell’auto elettrica. La Germania merkeliana sta studiando come proteggere le proprie aziende tecnologiche dai capitali dell’Estremo Oriente. Possiamo copiarla? Estendere il *golden power* e, al tempo stesso, usare la Cassa depositi e prestiti, specialmente quando gli interlo-

cutori siano di origine europea e dunque poco passibili di veti? Ma tutta questa costruzione non starà mai in piedi se la classe politica, prima ancora del governo, non se ne convince. Come abbiamo rilevato in precedenza, lo Stato può esercitare in modo utile la funzione di azionista di controllo, di co-controllo o anche solo di minoranza se la classe politica nel suo complesso è in grado di dare continuità, al di là dei governi che cambiano, al *commitment* pubblico verso le società partecipate. E a questo proposito l'ottimismo della volontà rischia di non bastare di fronte alle cronache che alimentano il pessimismo dell'intelligenza: quando avevamo una premiership e un Tesoro con un alto senso dello Stato, tale da affidare l'Enel a un manager che proveniva dall'azienda dell'avversario politico (Prodi e Ciampi chiamarono all'Enel Franco Tatò che aveva prima guidato la Fininvest berlusconiana), il paese credeva nelle privatizzazioni *sic et simpliciter*, coltivava i miti della *public company* e dell'OPA ostile igiene del mondo, adesso che i miti degli anni Novanta non riscuotono più consensi unanimi, il paese si ritrova con una classe politica con un senso dello Stato basso, tale da rendere ancora attuale il titolo ("Clientela e parentela") del saggio che Joseph La Palombara dedicò all'Italia negli anni Sessanta. Certo, se la ridefinizione dello Stato azionista avvenisse nel quadro di una rigenerazione etica e culturale quale la sognano le anime belle, allora ci si potrebbe spingere fino a ipotizzare la scissione della Cassa in una banca di sviluppo e in una holding di partecipazioni. L'architettura perfetta. Una banca di sviluppo che associa all'antico mestiere di finanziamento degli enti locali quello nuovo di sostegno al credito bancario per le piccole e medie imprese. Una holding di partecipazioni sul modello francese dell'Agence des Participations de l'État, sempre che il Tesoro rinunci agli incassi possibili vendendo alla Cassa nella sua versione attuale. Ma quante sono le anime belle?

LO STATO PUÒ ESERCITARE
IN MODO UTILE LA
FUNZIONE DI AZIONISTA
DI CONTROLLO, DI
CO-CONTROLLO O ANCHE
SOLO DI MINORANZA
SE LA CLASSE POLITICA
NEL SUO COMPLESSO
È IN GRADO DI DARE
CONTINUITÀ, AL DI LÀ DEI
GOVERNI CHE CAMBIANO,
AL COMMITMENT PUBBLICO
VERSO LE SOCIETÀ
PARTECIPATE