



Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Magistrale in Gestione d'Impresa

Cattedra di Strategie d'Impresa

**Come la crisi finanziaria del 2008 ha cambiato il ruolo e l'investment  
policy delle National Promotional Banks: analisi empirica su Cassa  
Depositi e Prestiti, Kreditanstalt für Wiederaufbau e Caisse des  
Dépôts et Consignations**

Prof. Paolo Boccardelli

---

*Relatore*

Prof. Arturo Capasso

---

*Correlatore*

Martina Manda

721621

---

*Candidata*

*Anno Accademico: 2020/2021*

## INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>4</b>
<b>REVISIONE DELLA LETTERATURA.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1 Le NPBs: definizione.....</b>	<b>8</b>
2.1.1 Funzione affidata alle NPBs.....	8
<b>2.2 Le cause della Crisi Finanziaria del 2008.....</b>	<b>9</b>
2.2.1 La Crisi Finanziaria del 2008: oltre i mutui subprime.....	10
<b>2.3 I contributi accademici sulla riscoperta del ruolo delle NPBs a seguito della Crisi Finanziaria del 2008.....</b>	<b>11</b>
<b>IL METODO DI RICERCA.....</b>	<b>17</b>
<b>3.1 Il contesto empirico.....</b>	<b>17</b>
3.1.1 Cassa Depositi e Prestiti (CdP).....	18
3.1.2 Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW).....	19
3.1.3 Caisse des Dépôts et Consignations (CdC).....	20
<b>3.2 Metodologia.....</b>	<b>21</b>
<b>I RISULTATI.....</b>	<b>23</b>
<b>4.1 CdP: il quadro normativo.....</b>	<b>23</b>
4.1.2 Trend Partecipazioni e Risorse Mobilitate.....	27
4.1.2.1 Focus Trend Partecipazioni.....	27
4.1.2.2 Focus Trend Risorse Mobilitate.....	30
4.1.3 I risultati economici. Il Margine di Interesse e i Dividendi da Partecipazioni.....	33
4.1.3.1 I risultati economici in termini grafici.....	36
<b>4.2 KfW: il quadro normativo.....</b>	<b>37</b>
4.2.1 I risultati economici. Domestic Promotional Business.....	39
4.2.2 I risultati economici. International Promotional Business.....	43
<b>4.3 CdC: Il quadro normativo.....</b>	<b>46</b>
4.3.1 I risultati economici. Trend Partecipazioni e Risorse Mobilitate.....	46

<b>DISCUSSIONE.....</b>	<b>52</b>
<b>5.1 CdP, KfW e CdC: ruolo e investment policy a confronto.....</b>	<b>52</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>56</b>
<b>REFERENCES.....</b>	<b>58</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>59</b>

## INTRODUZIONE

La crisi finanziaria del 2008 ha fatto riemergere in ambito accademico un tema da sempre protagonista di dibattiti e oggetto a controversie: il ruolo e le politiche di intervento dello Stato nelle economie nazionali. Più nello specifico, la crisi finanziaria ha scatenato, tra le tante conseguenze, soprattutto il fenomeno della contrazione di liquidità che ha significato l'impossibilità di reperire risorse economiche dal mercato finanziario per le imprese, in particolar modo quelle di piccole e medie dimensioni. E dunque, nel momento in cui le Banche si sono ritrovate in deficit di liquidità, ecco che ad essere chiamato in causa è stato lo Stato, proprio col fine di colmare un gap finanziario che ha fortemente ostacolato la crescita e lo sviluppo economico dell'intera economia europea. In questo scenario gli Stati dell'UE, con particolare riferimento a Italia, Germania e Francia, sono intervenuti scegliendo di mobilitare le rispettive Casse Nazionali, individuate come National Promotional Banks, affinché potessero appunto apportare un alto ammontare di finanza ai relativi paesi di appartenenza per rilanciare i diversi tessuti produttivi e strategici di cui si compongono. Numerosi studiosi, allora, di fronte ad un contesto economico spiazzato dalla crisi e avvolto dall'intervento statale, in questi anni si sono interrogati sia circa la natura di questi particolari Istituti scesi in campo, come CdP, KfW e CdC, sia a proposito della bontà del loro operato. Hanno cercato, infatti, di definire le Banche Nazionali di Promozione (Ferrer, 2018), di attribuire loro un ruolo specifico (Bassanini, 2015), di ricostruirne le politiche di intervento post-crisi (Ferrer, 2018), di valutarne le mobilitazioni finanziarie (Amicarelli, 2016) e di suggerire anche eventuali strategie da adottare nel lungo periodo (Bassanini, F. & Reviglio, E. 2015). Tali studi rilevano poichè hanno permesso di approfondire e di far luce su temi poco affrontati, tuttavia, per fare dei passi avanti, l'analisi che seguirà è stata condotta col fine di chiarire in via definitiva la natura delle NPBs, di individuare quale il ruolo a queste affidato, quali le politiche di investimento prescelte e, soprattutto, *come le variabili "ruolo" e "politica di investimento" sono mutate a seguito della crisi finanziaria*. Ma non solo: le Casse europee più rilevanti, CdP, KfW e CdC, sono state infatti analizzate per essere messe

a confronto, in modo da comprendere quali le differenze, soprattutto nella scelta delle rispettive politiche di investimento adottate. Per raggiungere questo obiettivo, e quindi per comprendere come è cambiato il ruolo e la politica di investimento delle NPBs a seguito della crisi finanziaria del 2008, è stata condotta un'analisi normativa che, attraverso Leggi e Decreti, ha aiutato a capire come si sono evolute e che importanza hanno assunto le Casse nel corso del tempo, ed un'analisi quantitativa che, attraverso numeri e trend di crescita, è servita a comprendere quali scelte di investimento e/o di finanziamento sono state adottate e quali i settori strategici individuati. Come fonte d'informazione ai fini dell'analisi quantitativa è stato utilizzato il documento più importante e rappresentativo per una società, il Bilancio. Come riferimenti temporali sono stati scelti: il 2009, anno successivo all'inizio della crisi finanziaria in Europa; il 2015, anno successivo all'istituzione dell'Union Banking, operazione strategica considerata un pò come una via d'uscita dell'Europa dalla crisi, e il 2020, ultimo anno utile per disporre delle relazioni finanziarie annuali. Tuttavia, ciò non ha impedito di poter guardare il dettaglio economico e finanziario delle Casse anche degli altri anni, anzi, metodo questo che ha permesso di delineare con precisione il trend evolutivo, in termini di equity e debito, degli Istituti ad oggetto.

Da un'analisi così condotta sono emersi risultati in grado di carpire ogni differenza, in termini di ruolo e politiche di investimento, tra CdP, KfW e CdC. Partendo dal primo aspetto, il ruolo, si è subito notato quanto le NPBs siano diventate sempre più rilevanti nel corso del tempo, a tal punto da allargare al massimo le loro possibilità di intervento a sostegno dell'economia, soprattutto in termini di ripresa economica e finanziaria dei rispettivi paesi di appartenenza. L'espansione del raggio d'azione non si è manifestata in maniera omologa in Italia, Germania e Francia. Infatti, affinché CdP presentasse un assetto pronto ad operare a servizio dell'economia italiana, tra il 2009 e il 2015 sono state adottate molteplici misure normative che le hanno concesso la possibilità di: impiegare il Risparmio Postale su diversi fronti di investimento e/o finanziamento; partecipare a Fondi Comuni d'Investimento; assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale; lavorare alla cooperazione internazionale,

al finanziamento di progetti infrastrutturali e investimenti per la ricerca, sia attraverso la raccolta postale, di garanzia statale, sia tramite raccolta non garantita; essere riconosciuta come Istituto Nazionale di Promozione. Invece, KfW, già costituita col fine di sostenere l'economia tedesca colpita dal periodo di crisi del secondo dopoguerra, e CdC si sono presentate sin da subito pronte ad intervenire operativamente nelle rispettive economie nazionali, tanto da non necessitare di particolari interventi normativi, ad eccezione di un'unica Legge emanata in Francia nello stesso 2008, Legge di Modernizzazione dell'Economia, che ha riconosciuto a CdC il ruolo di Investitore a Lungo Termine col mandato di perseguire lo sviluppo delle imprese. Anche sul secondo aspetto di confronto, la politica di investimento adottata, non si è potuto fare a meno di notare le differenze emerse tra le Casse. Infatti, mentre KfW ha operato sul fronte debito, erogando liquidità a favore di PMI e Project Finance che prediligessero investimenti in settori ad alto tasso di innovazione come quelli della sostenibilità ambientale, energetica e della tecnologia; CdC, invece, ha operato sia sul fronte debito che equity, finanziando ma indirettamente (servendosi cioè di appositi Fondi di Risparmio) ed investendo attraverso il Central Sector (o Section Generale) in partecipazioni azionarie strategiche prediligendo settori tradizionali, quali quello postale; bancario; dei trasporti e delle costruzioni. Caso ancor diverso, infine, è quello di CdP, la quale ha operato per vie dirette sia sul fronte equity che debito, attraverso il ricorso al Risparmio Postale, riuscendo a finanziare, oltre a PA e infrastrutture anche le imprese, prediligendo settori, seppur tradizionali, di assoluta importanza per il tessuto economico italiano: energia e ambiente; trasporto e logistica; digital e infrastrutture sociali. Menzione speciale al suo portafoglio partecipativo che ha visto e continua a vedere un'incredibile espansione ed una presenza sempre più capillare nei settori strategici per l'economia italiana, quali: energia; settore immobiliare; telecomunicazioni; infrastrutture di trasporto; cantieristica e delle costruzioni.

Tutto lo studio svolto ha sempre avuto un solo scopo, rispondere all'interrogativo: *come è cambiato il ruolo e l'investment policy delle NPBs a seguito della crisi*

*finanziaria del 2008?*

È stato ritenuto opportuno, infatti, fornire un riscontro alla letteratura accademica citata, soprattutto nel momento in cui Bassanini & Reviglio (2011) si sono proposti di suggerire da un lato investimenti di lungo periodo, a discapito quindi di una finanza breve e speculativa, e qui il naturale richiamo alle NPBs, e dall'altro di spingere verso settori quali quelli conoscenza, della tecnologia, dell'ambiente, della cultura, affinché non vi sia garantita solo un'espansione economica e/o finanziaria ma anche una posizione competitiva adeguata rispetto al contesto di riferimento.

E dunque, grazie alle evidenze empiriche cui siamo giunti al termine dell'analisi, siamo in grado di affermare che, a seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2008, è riemersa in Europa l'importanza delle NPBs, al punto tale da invitarle a scendere in campo per arginare il fenomeno della contrazione di liquidità e quindi per erogare finanza, sia in termini di equity che di debito, col fine di risollevarle le rispettive economie nazionali. Da qui, è iniziata l'espansione strategica delle Banche di Promozione, in particolar modo di CdP, KfW e CdC, le quali non hanno mai smesso nel corso di questi anni di finanziare e/o investire in settori ritenuti cruciali per i loro Paesi, dimostrandosi fortissimi alleati per lo sviluppo economico.

## REVISIONE DELLA LETTERATURA

### 2.1 Le NPBs: definizione

Prima di approfondire cosa gli economisti hanno espresso circa la crisi finanziaria e la riscoperta del ruolo delle NPBs ad essa conseguenziale, vale la pena chiarire l'identità delle Banche di Promozione. Esse sono definite come "soggetti legali che svolgono attività finanziarie su basi professionali, a cui viene conferito un mandato da uno Stato membro o da entità dello Stato membro a livello centrale, regionale o locale, a svolgere attività di sviluppo o di promozione" (Art. 2 punto 3 del regolamento del Fondo Europeo d'Investimento Strategico). La principale motivazione economica dell'istituzione di una banca di promozione risiede nel fatto che i fallimenti del mercato<sup>1</sup> possono ridurre gli investimenti e, di conseguenza, rallentare la crescita futura a livelli non efficienti sotto il profilo economico, e che un istituto con un mandato pubblico si trova in posizione migliore rispetto agli operatori privati per contrastarli. Non a caso, esse mirano a supportare i loro obiettivi governativi nazionali o regionali attraverso l'attuazione di piani di investimento in progetti, fondi e aziende.

#### 2.1.1 Funzione affidata alle NPBs

Sebbene le NPBs investano con un interesse commerciale, non mirano a competere con le banche commerciali. Pertanto, si concentrano principalmente sull'aumento del volume degli investimenti e sugli investimenti ad alto rischio. Inoltre, le NPBs fungono spesso da intermediari finanziari per il Gruppo BEI (Banca Europea per gli Investimenti) per garantire che gli investimenti nelle piccole e medie imprese siano adeguatamente sostenuti nei loro paesi d'origine. In particolare, tali Istituti sono collegati al Gruppo BEI attraverso prestiti diretti o per mezzo di programmi o strumenti del FEI (Fondo Europeo per gli Investimenti) per i quali offrono capitale o garanzie. Infine, la Commissione Europea ha individuato nella KfW tedesca, nella Caisse des Dépôts et Consignations francese, nella Cassa Depositi e Prestiti italiana,

---

<sup>1</sup> Insieme dei casi in cui i mercati non sono in grado di determinare allocazioni efficienti delle risorse, ovvero di raggiungere equilibri di ottimo pareto (efficienza economica; benessere).



nell'Instituto de Crédito Oficial spagnola, nella Green Investment Bank e nella British Business Bank del Regno Unito, le principali Banche Nazionali di Promozione. Sulla scia di queste, anche Portogallo, Irlanda, Grecia e Lettonia hanno istituito recentemente Banche Nazionali di Promozione.

## **2.2 Le cause della Crisi Finanziaria del 2008**

Quasi mai crescita e sviluppo economico di un paese possono essere rappresentati da un processo omogeneo, non altalenante. Questo perchè tendenzialmente le economie globali si muovono seguendo alternativamente periodi di forte crescita, cosiddetto boom economico, e di contrazione economica, cosiddetto periodo di recessione. È tutto parte di un macro-sistema chiamato “ciclo economico”. Ad oggi, le grandi economie capitalistiche avanzate hanno affrontato quattro grandi periodi di recessione: la Grande Depressione (1929), la fine della “Golden Age” culminata nello shock petrolifero (anni '70), la Crisi Finanziaria (2008), l'emergenza sanitaria mondiale da Covid-19, iniziata nel 2020 e purtroppo ancora in corso.

Nell'affrontare tutta l'analisi che seguirà, ci focalizzeremo sulla Crisi Finanziaria, emblematico e duraturo periodo di recessione causato dalla bolla finanziaria creatasi sul mercato immobiliare statunitense. Ma facciamo un passo indietro: siamo nel 2006 quando in America avviene un brusco calo degli investimenti residenziali, dovuto dai numerosi mutui subprime accordati dai richiedenti. In particolare, si tratta di mutui concessi a clienti “ad alto rischio”, ossia a debitori che tipicamente hanno un punteggio di credito basso poiché possessori di storie creditizie caratterizzate da inadempimenti, pignoramenti e simili. Il peculiare aspetto di questo tipo di mutui è infatti la mancata richiesta di garanzie necessarie per l'accettazione degli stessi e tassi di interesse variabili anche di diversi punti percentuali, i quali spesso determinano l'insolvenza da parte del debitore una volta alzatisi sopra una certa soglia. Ma perchè concedere mutui siffatti? La risposta è tutta nella deregolamentazione, fenomeno che ha caratterizzato per molti anni precedenti alla crisi il sistema finanziario statunitense,

e che ha significato un altissimo grado di fiducia, tanto da considerare il fenomeno delle recessioni lontano e superato. Inoltre, un atteggiamento così positivo e spensierato verso il mercato finanziario trova a sua volta ragione nella grande moderazione, cioè un periodo di scarsa variazione (fenomeno raro, come anticipato nelle prime righe) che ha caratterizzato il ciclo economico dei paesi sviluppati a partire dalla metà del 1980. Ritornando ai mutui subprime, le più fidate agenzie di rating mondiale come Moody's e Standard & Poor's, il cui compito è quello di assegnare un giudizio di rischio dei titoli derivati emessi dalle banche, in quegli anni hanno definito come sicuri anche quei prodotti composti da mutui subprime, quando invece caratterizzati da un altissimo rischio. Successivamente, le aziende si sono giustificate attribuendo i loro errori proprio al clima di grande fiducia finanziaria vigente allora. Insomma, le dichiarazioni delle più importanti agenzie di rating hanno descritto una realtà completamente opposta rispetto al reale stato delle cose, e questo elemento è fondamentale per comprendere a fondo la creazione della bolla finanziaria, poiché ha contribuito a creare l'illusione di un mercato immobiliare solido e prospero.

#### 2.2.1 La Crisi Finanziaria del 2008: oltre i mutui subprime

Non è stato solo il fenomeno dei mutui subprime la causa scatenante della crisi finanziaria del 2008. Ad accompagnarlo, infatti, è stato anche il crescente ammontare di debito privato: tra il 1989 e il 2008 gli statunitensi sono stati colpiti da una vera e propria malattia, la "bulimia dei consumi". A causa della grande disponibilità di liquidità, infatti, i piccoli consumatori sono stati portati a spendere ben oltre le proprie possibilità, indebitandosi irrimediabilmente. Attenzione, infine, perchè le cosiddette "bolle immobiliari" non si sono fermate solo in America, ma sono giunte anche in Spagna, Irlanda e Portogallo. Gli investitori, allora, hanno iniziato ad investire in titoli di Stato di Paesi dall'economia apparentemente solida, come la Germania e gli Stati Uniti, facendo sì che, in seguito a queste operazioni, si prosciugasse la liquidità sui mercati globali. A quel punto, gli Stati hanno cercato di salvare le banche nazionali: la

crisi da finanziaria è diventata fiscale e la maggior parte degli Stati europei si è ritrovata sul lastrico.

### **2.3 I contributi accademici sulla riscoperta del ruolo delle NPBs a seguito della Crisi Finanziaria del 2008**

La crisi finanziaria del 2008 ha alimentato il dibattito accademico non solo circa le sue cause, ma soprattutto in merito alle conseguenze che essa ha portato con sé, spingendo gli autori ad interrogarsi su quale fosse la corretta linea strategica da adottare per tentare di uscire da un periodo di profonda recessione come quello. Ma procediamo con ordine: il contributo accademico di Bassanini & Reviglio (2015) fornisce l'opportunità di creare una breve ma significativa successione di eventi scaturiti dallo scenario economico europeo negli anni 2007 e 2008. In particolare, nel 2008 Governi e Istituti Bancari, partendo dagli Stati Uniti fino ad arrivare in Europa, si sono ritrovati a dover fronteggiare una storica crisi finanziaria, che ha fatto sorgere un'immediata necessità: gli investimenti di lungo periodo, o meglio, la redistribuzione di risorse ancora troppo sbilanciata a favore di una finanza breve e speculativa (Bassanini & Reviglio, 2015). Per tale ragione, nei primi mesi del 2009 quattro peculiari Istituti Bancari, BEI, KfW, CdP e CdC, istituiscono il Long Term Investors Club. La scelta di fondare questa Associazione nel 2009 si inserisce perfettamente nel contesto della crisi internazionale poichè, come chiarito poco fa, quest'ultima ha generato un ingente bisogno di investimenti pubblici e privati di lungo termine (Bufacchi, 2010). Il Club viene promosso dalla BEI ed è formato da un gruppo di Investitori Istituzionali nato proprio per fornire supporto economico ad iniziative nei settori nevralgici dell'economia (Amicarelli, 2016). Tre le esigenze di base da soddisfare: (1) dare un forte messaggio politico sulla necessità di rafforzare il finanziamento a lungo termine nell'economia europea in un momento di profonda crisi finanziaria; (2) sostenere la ripresa del mercato del finanziamento delle infrastrutture e delle PMI; (3) mettere in rete le grandi Casse europee a favore della crescita di lungo periodo dell'economia europea.

Più nello specifico, le caratteristiche principali degli investitori a lungo termine si esprimono attraverso la capacità di: trattenerne le risorse più a lungo di altri attori del mercato, anche in periodi di crisi, svolgendo così un ruolo anticiclico sui mercati finanziari; effettuare investimenti in strumenti di capitale o di debito, spesso illiquidi, che producono redditività nel lungo periodo; passività che differiscono per qualità da quelle di altri investitori finanziari; investimenti che sono tipicamente effettuati secondo logiche di obiettivi, di performance e di rischio calcolati nel lungo periodo.

In definitiva, gli investitori a lungo termine possono svolgere un ruolo chiave nel sostenere e attrarre capitali per investimenti strategici. Ed è proprio assecondando questo mindset che istituzioni come CdP, KfW e CdC nel periodo post crisi hanno deciso di unirsi nel LTIC. Inoltre, è bene chiarire che l'esigenza di investimenti a lungo termine come risposta alla crisi trova ragione nel fatto che quest'ultima ha profondamente colpito il sistema industriale italiano, provocando forti conseguenze sulla sua capacità di crescere e competere (Bassanini, 2015). A tal proposito, l'autore ha parlato di equity crunch, il fenomeno post-crisi più duro da affrontare, poiché si è tradotto in un vero e proprio arresto di liquidità: una contrazione che ha reso difficoltoso alle PMI, che rappresentano gran parte del tessuto produttivo italiano, l'accesso al credito, e quindi il reperimento di risorse dal mercato, ostacolando fortemente nel ricorso a strumenti di finanziamento a medio-lungo termine che fungerebbero da motori per lo sviluppo di start-up ed imprese innovative.

È in questo scenario, quindi, che Bassanini (2015) ha fatto emergere quanto il ruolo giocato dalle NPBs fosse cruciale poiché individuate come peculiari Istituzioni Finanziarie, di controllo statale, in grado di rispondere alla necessità di sostenere le rispettive economie nazionali colpite dalla crisi. Non a caso e più in generale, a seguito del periodo di recessione del 2008, un numero sempre maggiore di economisti ha riscoperto il ruolo dello Stato a sostegno dell'economia del Paese. In altre parole, è stato riconosciuto sempre di più che nelle moderne economie capitalistiche i consumi e gli investimenti privati sono per natura instabili e, dunque, quando il settore privato

comincia a risparmiare più di quanto spende, tocca allo Stato rilanciare l'economia aumentando la sua spesa in deficit (Viscione, 2018). Prendiamo ad esempio l'Italia: prima della crisi finanziaria, nel periodo tra gli anni '90 e il 2007-08, essa ha rappresentato uno dei pochi paesi europei a conoscere una crescita nella quota di investimenti in macchinari sul Pil ma, allo stesso tempo, la si è vista risparmiare in Ricerca e Sviluppo (Lucarelli *et al.*, 2013). Al contrario, nello stesso periodo, la tendenza generale in Europa è stata quella di un calo della quota investimenti in macchinari sul Pil ma di una crescita della quota di spesa del sistema produttivo in R&S sul Pil. Quindi, mentre il resto dell'Europa ha iniziato ad affacciarsi e a specializzarsi sempre di più in settori innovati e a più elevata concentrazione di ricerca, l'Italia, al contrario, ha lasciato sempre più lontano dal suo perimetro di investimenti il fattore tecnologia. Ciò ha comportato che, naturalmente, quest'ultima dipendesse dal fenomeno delle importazioni, almeno per quanto riguarda i beni innovativi che non sia riuscita direttamente a produrre, ritrovandosi vittima di un vincolo estero di natura tecnologica che, di fatto, ne ha minato le prospettive di sviluppo. Questa riflessione, porta ad un'unica conclusione: l'Italia si è ritrovata fare i conti oltre che con un congiunturale insufficiente livello di investimenti, noto come equity crunch (Bassanini, 2015), anche con una loro inadeguata composizione qualitativa di carattere strutturale. In questo senso, la composizione qualitativa degli investimenti è importante tanto quanto le misure di stimolo alla loro crescita. Stimolare indiscriminatamente il livello degli investimenti non è sufficiente a garantire una crescita stabile. Di conseguenza, è necessario attuare un bilanciamento tra quantità e qualità nella politica e nelle scelte di investimento (Viscione, 2018). L'autore, dunque, si è soffermato sull'investment policy attuata in Italia prima del 2008 e sulle sue naturali conseguenze. Ma soprattutto ha affermato l'importanza dell'intervento dello Stato nell'economia del Paese in un momento in cui gli investimenti privati sono venuti meno. Ed è proprio per questa ragione che da quegli anni viene riscoperto il ruolo e il valore delle Banche Nazionali di Promozione, in

quanto istituti in grado di finanziare ma soprattutto di investire. Ma attenzione, perchè l'intervento dello Stato nell'economia del paese quasi mai accoglie pareri favorevoli all'unanimità. Di questo, e non solo, parla Ferrer (2018) nel suo studio circa il ruolo delle NPBs, riportando alcuni pareri contrastanti circa la valutazione sul merito dell'intervento delle Banche di Promozione in campo di mobilitazione degli investimenti europei. Da un lato ci sono studiosi che hanno parlato della crescita degli investimenti pubblici sostenuti come necessaria risposta alla consapevolezza che il privato non possa fornire un risultato socialmente ottimale: secondo essi il settore privato non riesce a soddisfare da solo gli investimenti a lungo termine e le esigenze di beni pubblici della società, tanto da dimostrare l'impatto positivo degli investimenti pubblici sulla crescita economica, provando che maggiore è il livello degli investimenti pubblici, maggiore è l'impatto positivo di lunga durata sul PIL rispetto ad altri strumenti fiscali (Griffith-Jones & Cozzi, 2016; Mazzucato & Penna, 2015). Altri studiosi, invece, ritengono che si tratti di un implicito tentativo di influenzare l'economia reale, tanto da ipotizzare che questa tendenza stesse portando all'emergere di uno «stato europeo degli investimenti nascosti», sottolineando anche le difficoltà di monitorare le attività delle NPBs a causa della loro particolare natura istituzionale (Mertens & Thiemann, 2019). Volberding (2016), poi, ritiene che l'aumento di potere e di operatività, in ambito di investimenti e finanziamenti, delle NPBs nazionali sia segno di un crescente protezionismo nazionale. Lo studio di Ferrer (2018), inoltre, rileva per l'analisi che seguirà anche perchè l'autore ha affermato che i mandati e gli obiettivi per il Programma Invest-EU<sup>2</sup> e per qualsiasi istituzione finanziaria pubblica dovrebbero seguire un'adeguata attuazione: le operazioni dovrebbero essere aggiuntive, cioè gli investimenti dovrebbero aver luogo solo se non fossero intrapresi dal settore privato; l'operatività delle Banche di Promozione dovrebbe essere reattiva alle condizioni di mercato. Le aree in cui l'attività bancaria promozionale è necessaria

---

<sup>2</sup> Invest-EU è il programma dell'UE che si inserisce nella strategia europea volta ad aumentare gli investimenti in Europa, sostenere la ripresa e preparare l'economia per il futuro.

sono da rivedere nel tempo, oppure le banche devono disporre di parametri di risposta automatica per garantire che venga utilizzato dove necessario. In definitiva, secondo l'autore, un'economia molto ben funzionante e in crescita non dovrebbe aver bisogno di grandi quantità di sostegno da parte della BEI o altri NPBI.

Bassanini & Reviglio (2011), invece, conducono la loro analisi sui fattori chiave su cui l'Europa dovrebbe puntare negli anni avvenire per risollevarsi dalla crisi e mirare ad una crescita, un'espansione economica e finanziaria, in grado di non farla ricadere nuovamente in un periodo di recessione come quello del 2008. La linea guida da seguire per promuovere una crescita stabile e duratura è quella degli investimenti a lungo termine. Non solo, perché investire a lungo termine non basta, c'è bisogno che questi investimenti avvengano in specifici campi, cioè quelli della conoscenza, della tecnologia, dell'ambiente, della cultura, affinché non vi sia garantita solo un'espansione economica e/o finanziaria ma anche una posizione competitiva adeguata rispetto al contesto di riferimento. È conseguenziale qui il richiamo, per loro naturale definizione e funzione, alle NPBs, ancor di più nel momento in cui nel 2009 hanno unito le loro forze economiche e strategiche sotto un'unica sfera istituzionale data dal LTIC. Gli autori, poi, rafforzano la loro tesi illustrando le potenzialità degli investimenti a lungo termine, ritenendo che essi svolgano un ruolo chiave nell'economia reale e finanziaria: per quanto riguarda l'economia reale, essi di solito hanno un impatto positivo sulla crescita attraverso due canali principali, uno diretto relativo ad incrementi di produttività, poiché i LTI sono principalmente destinati alla realizzazione di infrastrutture, ad investire in ricerca e sviluppo, ad avviare nuove attività o adottare tecnologie migliori. Al contrario, gli investimenti a breve termine sono più orientati al mantenimento dell'attuale capacità aziendale. Il secondo canale consiste in un meccanismo indiretto, legato all'effetto anticiclico dei LTI. In effetti, loro stimolano l'attività economica mitigando la volatilità della produzione, comunemente associata a effetti negativi per la crescita. Questi tipi di investimenti contribuiscono, quindi, anche al miglioramento del business, del consumatore,

dell'ambiente, modernizzando il quadro di interconnessione, abbassando i costi dei trasporti e sostenendo, tra le altre cose, la green economy. Tuttavia, i loro potenziali rendimenti si manifestano solo dopo diversi anni, a causa dell'orizzonte temporale di realizzazione del progetto. In definitiva, affinché l'Europa possa stimolare la crescita negli anni avvenire è necessario attuare massicci investimenti in energia, ambiente, trasporti e telecomunicazioni, avvalendosi di strumenti finanziari innovativi e di lungo periodo. Per raggiungere questi obiettivi, l'UE dovrebbe fissare un'agenda speciale che includa una revisione del sistema normativo, un quadro contabile e fiscale speciale per gli investimenti a lungo termine in settori strategici, e che venga conferito un nuovo e più rafforzato ruolo agli investitori istituzionali europei di lungo periodo e alle singole NPBS, nonché la creazione di nuovi strumenti finanziari a lungo termine. Giunti a questo punto della revisione della letteratura ci si chiede, quindi, *in che modo è cambiato il ruolo e l'investment policy delle NPBS a seguito della crisi finanziaria del 2008?; Il loro raggio d'azione si è espanso o è rimasto invariato nel corso del tempo?*

E dunque, i risultati che seguiranno saranno frutto dell'analisi condotta proprio in risposta a questi interrogativi, col fine di individuare le politiche di investimento adottate, i relativi efforts impiegati e, naturalmente, i risultati ottenuti dai tre attori europei CdP, KfW e CdC.



## IL METODO DI RICERCA

### 3.1 Il contesto empirico

Nel seguente capitolo sarà fornita la descrizione del metodo di ricerca, ovvero del modo e della ragione per cui sono stati selezionati ed impiegati i dati, ritenuti utili per rispondere alla domanda di ricerca circa il cambiamento nel ruolo e nell'investment policy delle NPBs a seguito della crisi finanziaria del 2008. In particolare, si spiegherà quali i dati scelti ai fini dell'analisi; quali le loro fonti e la ragione per cui sono stati selezionati proprio quei dati.

Tuttavia, prima di passare alla descrizione della metodologia, nella tabella 1 è stata effettuata una prima comparazione tra le caratteristiche generali delle tre Casse dal punto di vista di anno di fondazione, assetto proprietario, tipologia di ente e mandato cui sono chiamate a rispondere. Nei paragrafi successivi, invece, si presenteranno brevemente gli Istituti CdP, KfW e CdC.

**Tabella 1:** comparazione tra le caratteristiche generali di CdP, KfW e CdC.

	Anno di fondazione	Assetto proprietario	Tipo di ente	Mandato
CdP	1850	82,77% MEF 15,93% Fondazioni Bancarie 1,30% Azioni proprie	Istituzione Finanziaria mista: società sia di controllo privato che di controllo statale (azionista di maggioranza).	Rappresenta il mezzo statale attraverso cui sostenere l'economia del Paese tramite strategiche forme di finanziamento ed investimento ( <i>i.e.</i> : in imprese, infrastrutture, enti locali, ecc.).
KfW	1948	80% Governi Federali 20% Stati Federali	Non è un'Istituzione Bancaria. E' un ente pubblico, più specificatamente, una Banca pubblica.	Eroga crediti a PMI e infrastrutture; concede finanziamenti all'export, allo sviluppo, energia e ambiente. Oggi è il grande creditore delle eccellenze tecnologiche.
CdC	1816	100% Statale	Istituzione pubblica a Statuto speciale.	Si occupa della gestione e protezione dei depositi e prestiti ad essa affidati e provenienti dal risparmio popolare. Provvede anche al finanziamento dell'edilizia sociale e gestione dei fondi pensione. Infine contribuisce allo sviluppo dell'impiego.

**Fonte:** produzione propria.

### 3.1.1 Cassa Depositi e Prestiti (CdP)

Cassa Depositi e Prestiti (CdP) è un'istituzione finanziaria italiana nata a Torino nel 1850. Nel corso del tempo è divenuta società di capitali S.p.A.<sup>3</sup> e, in quanto tale, gode di autonomia patrimoniale e personalità giuridica. E' controllata per l'82,77% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), che quindi rappresenta l'azionista di maggioranza, per il 15,93% da Fondazioni di origine bancaria e per l'1,30% da azioni proprie. In altre parole, quindi, la Cassa italiana si presta ad essere considerata una società mista: da un lato presenta una forma societaria privata, dall'altro invece è controllata per più dell'80% dal Ministero dell'Economia e dalle Fondazioni. Con la sua trasformazione in S.p.A. prende forma un nuovo istituto che si compone di due aree operative tra loro separate: area pubblica a gestione separata, di gran lunga prevalente, che continua a confrontarsi con Stato, Regioni, Enti locali, Enti pubblici e altri organismi di diritto pubblico; area privata a gestione ordinaria che si occupa di opere, impianti, reti e dotazioni destinate alla fornitura di servizi pubblici e bonifiche. Le due aree, poi, differiscono oltre per la tipologia degli interventi, anche per le modalità di reperimento delle fonti di finanziamento: per l'area pubblica a gestione separata la principale fonte di approvvigionamento è il risparmio postale a cui possono essere affiancati fondi provenienti dall'emissione di titoli, dall'assunzione di finanziamenti e da altre operazioni finanziarie, che possono contemplare pure la garanzia dello Stato; per l'area privata a gestione ordinaria, invece, si fa ricorso al mercato dei capitali, presso gli investitori istituzionali, con forme di indebitamento non assistite dalla garanzia dello Stato. In definitiva, CdP rappresenta il mezzo in mano allo Stato per intervenire pubblicamente nell'economia del paese ed è a tutti gli effetti lo strumento per promuovere la crescita del paese, sostenendo il finanziamento della pubblica amministrazione, supportando lo sviluppo delle PMI e delle imprese italiane e promuovendo le iniziative immobiliari e infrastrutturali delle imprese

---

<sup>3</sup> Ref. D. L. n°269, Art. 5 del 30/09/2003.

tramite investimenti strategici. Con la crisi finanziaria del 2008, la Cassa assume un'importante funzione di sostegno e di stimolo agli investimenti. La sua operatività si amplia includendo impieghi a favore dell'accesso al credito delle PMI e del sostegno all'export; della cooperazione con i paesi in via di sviluppo; della valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e del "social housing". Dal 2012 essa assume il controllo di SACE e SIMEST, aziende a sostegno dell'esportazione e dell'internazionalizzazione, e di Fintecna, che controlla Fincantieri, uno dei principali gruppi cantieristici del mondo. Nasce così il Gruppo CDP.

Oggi la Cassa fornisce un contributo sostanziale alla transizione dell'Italia, da paese prevalentemente agricolo a economia moderna basata sull'industria e sui servizi. Il risparmio postale è uno dei motori di questa trasformazione: permette, infatti, di garantire gli investimenti nelle infrastrutture e nei servizi locali, il supporto alle imprese, dalle startup alle grandi partecipazioni strategiche e, infine, di sviluppare progetti di cooperazione internazionale.

### 3.1.2 Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

La KfW, acronimo di Kreditanstalt für Wiederaufbau (Istituto di Credito per la Ricostruzione), è una banca pubblica tedesca nata nel 1948, alla fine della Seconda Guerra Mondiale, per volere degli Stati Uniti d'America, per amministrare i fondi del Piano Marshall. L'80% del capitale è detenuto dal governo federale mentre il restante 20% è detenuto dagli Stati Federali. Nel tempo la KfW è diventata la più grande banca pubblica per lo sviluppo al mondo e gestisce asset per 500 miliardi di euro. Si occupa principalmente di crediti alle piccole e medie imprese, infrastrutture, finanziamenti all'export e allo sviluppo, energia e ambiente. È stata, inoltre, garante della svolta "green" e non nucleare della politica energetica tedesca. Oggi, è il grande creditore delle eccellenze tecnologiche.

Formalmente la KfW però non è un'istituzione bancaria, ma un ente pubblico. È semplicemente azionista della KfW IpeX-Bank, che svolge attività bancaria ma non

supera la soglia dei 30 miliardi: per questo motivo è esentata dalla vigilanza della BCE, non dovendo quindi sottostare ai requisiti di capitale e alle regole dell'Unione bancaria. Questa regola pecuniaria della contabilità tedesca esclude dal calcolo del debito pubblico tutte le società pubbliche, tra le quali la stessa KfW, che di fatto si finanziano con la garanzia pubblica ma che coprono più del 50% dei propri costi con dei ricavi a tariffe di mercato. Questa condizione risulta essere piuttosto peculiare perché la vigilanza non è quella della Bundesbank (omologa della Banca d'Italia), ma direttamente del Ministero del Tesoro.

### 3.1.3 Caisse des Dépôts et Consignations (CdC)

Caisse des Dépôts et Consignations (CdC) nasce in Francia nel 1816. Il suo compito è quello di ricevere, preservare e restituire con i relativi frutti i risparmi ad essa affidati per finanziare la realizzazione di obiettivi di interesse generale da parte delle collettività locali e nazionale.

La CdC rappresenta, oggi, una Istituzione pubblica a statuto speciale posto sotto la tutela del Parlamento che, insieme alle sue filiali, costituisce un Gruppo di interesse economico generale che svolge funzioni di interesse generale e di sostegno allo sviluppo economico della Francia, che porta avanti in maniera conforme alle politiche attuate dal Governo, sia centrale che locale, rispondendo del proprio operato al solo Parlamento. In particolare, CdC si occupa della gestione e protezione dei depositi e prestiti ad essa affidati e provenienti dal risparmio popolare; altresì, provvede al finanziamento dell'edilizia sociale e gestione dei fondi pensione; infine contribuisce allo sviluppo dell'impiego. Il tutto seguendo una logica di investimento di lungo termine. Per quanto riguarda le modalità di raccolta dei fondi, la CdC gestisce i fondi di risparmio, ossia libretti di deposito e libretti di risparmio, derivanti dalla raccolta effettuata attraverso operatori privati del settore bancario e finanziario. Altra significativa fonte di investimento è rappresentata dalla gestione dei risparmi giudiziari e dei principali regimi pensionistici e contributivi di dipendenti pubblici.

Inoltre, proventi ricavati dalle società controllate contribuiscono, infine, al risultato consolidato del Gruppo che viene in parte impiegato nel finanziamento di progetti di interesse economico generale, in linea con la Mission istituzionale della Cassa francese.

### 3.2 Metodologia

Per realizzare lo studio e quindi per rispondere alla domanda di ricerca, che si chiede come la crisi del 2008 ha cambiato il ruolo e l'investment policy delle NPBs, in particolare di CdP, CdC e KfW, sono state utilizzate diverse metodologie. E' stato seguito un primo approccio di natura qualitativa, che ha significato percorrere una strada normativa lungo la quale sono state collezionate tutte le vicende di impianto giuridico, come Decreti Legge, Leggi e Decreti Ministeriali (tabella 2) che hanno riguardato gli Istituti CdC, CdP e KfW dal 2008 al 2020, col fine di comprendere che tipo di impatto ha avuto la crisi finanziaria nel modificare i rispettivi assetti strutturali e perimetri di operatività.

**Tabella 2:** *Riferimenti Normativi dal 2008 al 2020 di CdP, KfW e CdC.*

	CdP	KfW	CdC
Riferimenti Normativi	D.L.185/2008 convertito in L.2/2009 D.L.5/2009 convertito in L.33/2009 D.L.78/2009 convertito in L.102/2009 D.L.34/2011 D.L.133/2014 L.125/2014	State Aid N°661/2008 "KfW Special Programme 2009"	Art. L518-2 "Loi de Modernisation de l'Economie"

**Fonte:** produzione propria.

Con il medesimo obiettivo, inoltre, sono state raccolte anche tutte le lettere dei CEO di introduzione ai bilanci (dal 2009 al 2020), contenenti una sintesi circa l'andamento generale del relativo Istituto, utili a comprendere i principali dati e fenomeni evolutivi caratterizzanti l'anno di riferimento. E' stato poi seguito un secondo approccio metodologico di natura quantitativa, che ha quindi preso in considerazione tutti i dati numerici necessari per formulare una risposta precisa circa la politica di investimento

post-crisi adottata dai tre Istituti ad oggetto. Dunque, sono stati utilizzati e messi a confronto i bilanci d'esercizio delle NPBs. Tre gli anni di riferimenti selezionati: il 2009, anno immediatamente successivo alla crisi finanziaria e di conseguenza emblematico per poter osservare le principali conseguenze economiche, finanziarie e strategiche che questa ha portato con sé; il 2015, un anno dopo rispetto all'Union Banking (2014), unione voluta in risposta alla crisi finanziaria, e che ha significato per le Banche Centrali Nazionali la perdita del potere di controllo e di sorveglianza sulle Banche private. Essa, infatti, ha armonizzato a livello dell'UE le competenze in materia di vigilanza, risoluzione e finanziamento e imposto alle banche della zona euro di conformarsi alle medesime norme (Art. 114 e 127, par. 6 del TFUE). Il 2020, ultimo anno utile per poter predisporre delle relazioni finanziarie annuali delle NPBs, e anno che può essere considerato come uno spartiacque tra tutto il periodo caratterizzato dalla crisi finanziaria del 2008 e l'epoca contemporanea, che proprio da febbraio del 2020, purtroppo, ha come protagonista un nuovo momento di crisi dovuto dall'emergenza sanitaria mondiale da Covid-19. In particolare, per la Cassa italiana è stata studiata CdP S.p.A. in termini di Partecipazioni e Impieghi e relativi Dividendi e Margine di Interesse; per la Cassa tedesca, invece, sono state individuate e studiate, in termini di finanziamenti concessi, l'area KfW Mittelstandsbank per l'ambito di Promozione Nazionale e la KfW IPEX-Bank per l'ambito di Promozione Internazionale; infine, per la Cassa francese ci si è focalizzati sul Central Sector e le sue operazioni strategiche in termini di Partecipazioni. In definitiva, grazie ai dati numerici che caratterizzano i report economici delle tre Casse, si è stati in grado di individuare quale la strategia di equity e/o debito messa in campo e di conseguenza quali i settori in cui CdP, CdC e KfW hanno scelto di investire di più, incrementando i rispettivi portafogli azionari, ritendoli strategici per la crescita e lo sviluppo economico dei Paesi di riferimento. Il tutto, sia per osservare l'operato post-crisi finanziaria dei tre Istituti di Promozione considerati nella loro unicità, ma soprattutto col fine di compararli per scoprirne punti di differenziazione e/o di accostamento.

## I RISULTATI

I risultati di ogni Cassa presentati in questo capitolo riguarderanno sia il quadro normativo, col fine di tracciare l'evoluzione del ruolo assunto negli anni dai tre Istituti, sia i risultati economici descritti in termini strategici per delineare le rispettive politiche di investimento adottate.

### 4.1 CdP: il quadro normativo

Dal bilancio d'esercizio del 2009 della Cassa italiana si evince subito quanto l'economia italiana, spiazzata dalla crisi, avverta la necessità di attivare il motore di CdP, predisponendo norme che vadano immediatamente ad allargare il suo raggio d'azione. In particolare, si legge che, con finalità di supporto all'economia, viene ammesso l'utilizzo del Risparmio Postale per i seguenti scopi:

- i. finanziare direttamente i soggetti privati impegnati nella realizzazione di progetti di investimento promossi da enti pubblici (D.L. 185/2008 convertito nella L. 2/2009);
- ii. assistere le PMI nel superamento di carenze nell'offerta di credito a medio-lungo termine o per favorirne il rafforzamento patrimoniale e l'aggregazione (D.L. 5/2009 convertito nella L. 33/2009 e modificato dalla L.191/2009), attraverso operazioni di finanziamento effettuate con l'intermediazione di soggetti autorizzati all'esercizio del credito (*i.e. in primis* banche commerciali) per i quali la Cassa ha allocato un plafond di 8 Mld di Euro e tramite la sottoscrizione di Fondi comuni di Investimento verso i quali CdP ha destinato 250 Mln di Euro;
- iii. per sostenere l'internazionalizzazione delle imprese quando le stesse sono assistite da garanzie o assicurazione della SACE S.p.A., autorizzando così le attività di CdP al servizio di SACE S.p.A. per dare vita, a condizioni di mercato, a un sistema integrato di export-banca (D.L. 78/2009 convertito nella L. 102/2009).

In materia di acquisizione di partecipazioni, invece, attraverso l’emanazione di un D.M. ad articolo unico, il MEF<sup>4</sup> fissa i criteri guida per l’acquisizione di partecipazioni da parte di CdP: essa, dunque, da allora in avanti potrà acquisire, anche avvalendosi dei fondi provenienti dalla raccolta del Risparmio Postale, partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale, che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività, la cui attività è strumentale, connessa e/o accessoria al proprio oggetto sociale. Nel 2009, quindi, lo Statuto di CdP è stato modificato con l’obiettivo di cogliere le nuove opportunità di intervento offerte dalle novità normative che l’hanno coinvolta e che trovano ragione in un suo necessario intervento a sostegno dell’economia del Paese. Nel mese di aprile dello stesso anno viene poi fondato il Long Term Investors Club (“Club degli Investitori di Lungo Periodo”). La sua costituzione è avvenuto attraverso la collaborazione tra CdP, la BEI, la Cassa francese (CdC) e la Cassa tedesca (KfW), con l’obiettivo principale di affermare l’importanza del ruolo degli investitori di lungo periodo per la stabilità finanziaria e la crescita economica dell’Europa, mantenendo un ruolo strategico nella situazione di crisi di quegli anni.

Nel gennaio del 2010, l’Assemblea ha ulteriormente modificato lo Statuto per consentire a CdP di partecipare a Fondi comuni di Investimento il cui oggetto sociale realizzi i propri fini istituzionali. A marzo del 2010 è stato costituito il Fondo Italiano di Investimento per le PMI partecipato al 43% dalla Cassa italiana.

Nel 2011, poi, con il D.L. 34/2011 il legislatore ha ulteriormente ampliato il raggio di azione di CdP. L’art. 7, infatti, ha consentito alla Cassa di assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale, in termini di strategicità del settore, di

---

<sup>4</sup> *Ref.* Art.5, comma 9, del D.L. 269/2003, disciplinante il potere di indirizzo dello stesso Ministro sull’attività della Cassa.



operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico produttivo del paese, e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività. Tali partecipazioni possono essere acquisite anche attraverso veicoli societari o Fondi di Investimento partecipati dalla medesima Cassa, ed eventualmente da società private o controllate dallo Stato o enti pubblici. Sulla base del D.L. 34/2011, nello stesso anno è stato costituito il Fondo Strategico Italiano (FSI) partecipato da CdP e da Banca d'Italia con un capitale iniziale di 4,4 Mld di Euro. Il Fondo, poi, nel 2016 ha mutato denominazione in CdP Equity S.p.A., mentre Banca d'Italia ha receduto dal capitale.

Un'altra significativa evoluzione normativa è avvenuta con il D.L. 133/2014 “Sblocca Italia” e L. 125/2014, grazie alla quale l'ambito di operatività di CdP viene ulteriormente esteso alla cooperazione internazionale, al finanziamento di progetti infrastrutturali e investimenti per la ricerca, sia attraverso la raccolta postale, di garanzia statale, sia tramite raccolta non garantita. In particolare, dal 2014 la Cassa è stata abilitata a finanziare iniziative di cooperazione internazionale allo sviluppo dirette a soggetti pubblici e privati; ad utilizzare la raccolta garantita dallo Stato, cioè i fondi del Risparmio Postale, anche per finanziare le operazioni in favore di soggetti privati in individuati settori di “interesse generale”; a finanziare, con raccolta non garantita dallo Stato, le opere, gli impianti, le reti e le dotazioni destinate non più solo alla fornitura di servizi pubblici e alle bonifiche, ma anche ad iniziative di pubblica utilità; infine, a finanziare sempre tramite non garantita dallo Stato gli investimenti finalizzati alla ricerca, allo sviluppo, all'innovazione, alla tutela e valorizzazione del patrimonio culturale, alla promozione del turismo, all'ambiente ed efficientamento energetico e alla green economy.

Un ulteriore passo normativo importante per CdP è avvenuto nel 2015, quando Commissione Europea e Governo Italiano le riconoscono lo status di Istituto

Nazionale di Promozione, L.208/2015, trasformandola così nel principale attore deputato a co-finanziare i progetti di investimento del Piano di Investimenti per l'Europa, cosiddetto "Piano Juncker", in Italia, in modo da svolgere un ruolo sempre più importante a supporto delle PMI e delle infrastrutture, e nell'advisor finanziario della PA, col fine di migliorare l'utilizzo dei fondi comunitari.

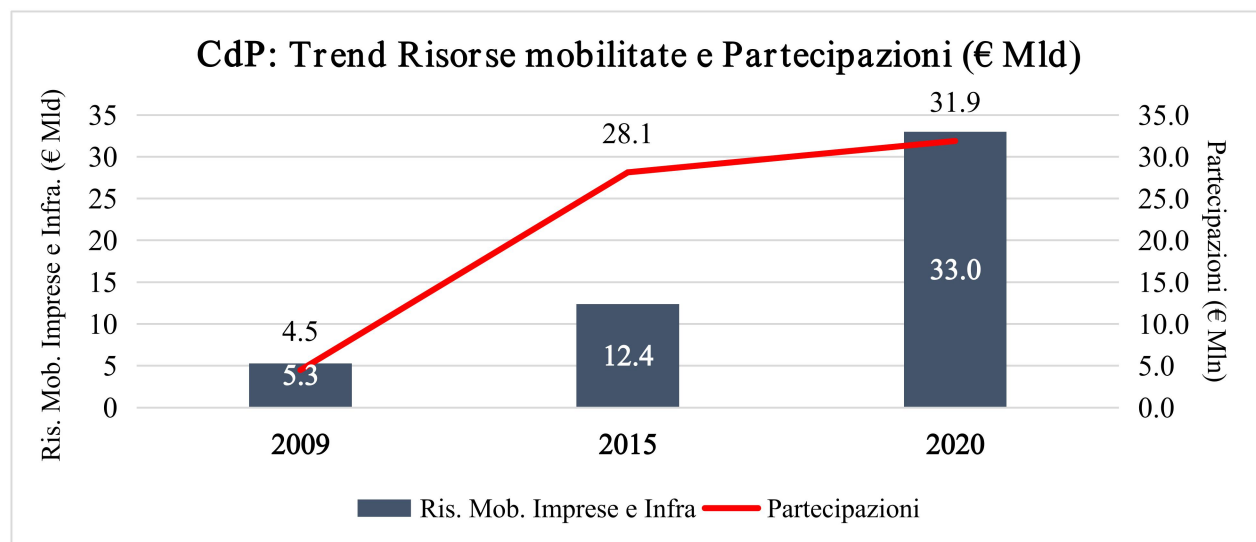
Infine, col fine di rafforzare le attività di maggior interesse strategico per il Paese, nel 2020 CdP ha riorganizzato il suo portafoglio azionario secondo una logica industriale ed ha lanciato iniziative di sistema insieme a primari operatori e aziende del Gruppo con focus su turismo, cultura, efficienza energetica, energie rinnovabili e decarbonizzazione.

A novembre 2021, Cassa Depositi e Prestiti ha approvato il Piano 2022-2024 che, nell'ambito di una strategia finalizzata a sostenere investimenti sostenibili, individua quattro aree prioritarie: cambiamento climatico, crescita inclusiva, sostegno alle filiere produttive, innovazione e digitalizzazione

#### 4.1.2 Trend Partecipazioni e Risorse Mobilitate

Si riportano nel grafico 1 i dati del volume di partecipazioni e delle risorse mobilitate<sup>5</sup> come risultanti dai dati di bilancio nel 2009, 2015, 2020.

**Grafico 1:** *Partecipazioni e Risorse mobilitate 2009, 2015 e 2020 (in € Mld).*



**Fonte:** produzione propria.

Dal grafico emerge come il portafoglio partecipativo di CdP sia aumentato di oltre 7 volte passando da 4,5 Mld di Euro a 31,9 Mld di Euro con una parte significativa dell'incremento realizzata nel periodo 2011-2015. Si evince, inoltre, quanto il volume di risorse mobilitate per imprese ed infrastrutture nello stesso periodo sia cresciuto di oltre 3 volte, passando da 5,3 Mld di Euro a 16,1 Mld di Euro con un incremento più lineare.

##### 4.1.2.1 Focus Trend Partecipazioni

Con riferimento al trend delle partecipazioni, Il significativo incremento è derivato da attività di acquisizione e da aumenti di capitale nelle società partecipate (in particolare

---

<sup>5</sup> Intesi come ammontare di nuovi finanziamenti stipulati nel singolo esercizio a favore di imprese e infrastrutture.

di CDP Equity). Procedendo in ordine cronologico, c'è stata l'acquisizione di una quota di partecipazione in Eni S.p.A. per complessivi 10,7 Mld di Euro (2010) e l'acquisizione di una quota di partecipazione in TAG per complessivi 533 Mln di Euro (2011). Si tratta della Trans Austria Gasleitung, società operante nel settore del trasporto di gas naturale: 1140 km di rete tra il confine Slovacchia - Austria ed il confine Austria – Italia. Nel 2012 l'acquisizione delle partecipazioni di SACE S.p.A.<sup>6</sup> (100%), Simest<sup>7</sup> S.p.A. (76%); Fintecna S.p.A. (100%) oltre ai versamenti di capitale in CdP Reti s.r.l.<sup>8</sup>, costituita nel 2012, e nel Fondo Strategico Italiano S.p.A.<sup>9</sup>, per complessivi 12,66 Mld di Euro. Con l'acquisizione di SACE e Simest, si era inteso dare vita al polo italiano per il supporto delle esportazioni e dell'internazionalizzazione delle imprese. Più in particolare il nuovo polo intendeva creare – nell'ambito di una strategia finalizzata a rafforzare la capacità di CdP di conseguire gli obiettivi di supporto all'economia nazionale - sinergie tra CdP-SACE-SIMEST nel funding, nelle competenze e nella valutazione del merito creditizio di controparti estere, nei servizi assicurativi e di finanza internazionale con la possibilità per le imprese di beneficiare di un unico punto di accesso ai finanziamenti. L'acquisizione di Fintecna, attiva nell'acquisizione, riqualificazione, gestione e valorizzazione immobiliare, era finalizzata alla creazione di un soggetto di rilevanza nazionale nella gestione e valorizzazione del patrimonio immobiliare

---

<sup>6</sup> SACE offre servizi di export credit, assicurazione del credito, protezione degli investimenti all'estero, garanzie finanziarie, cauzioni e factoring.

<sup>7</sup> SIMEST si occupa della promozione dei processi di internazionalizzazione delle imprese italiane attraverso l'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio, l'erogazione di finanziamenti agevolati e contributi in conto capitale.

<sup>8</sup> La mission di CdP Reti è la gestione degli investimenti partecipativi in società operanti nel settore dell'energia, ponendosi come investitore di lungo termine con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo delle infrastrutture di trasporto, rigassificazione, stoccaggio e distribuzione del gas naturale così come della trasmissione di energia elettrica.

<sup>9</sup> Fondo di risparmio nato con l'obiettivo di sostenere le imprese di medie dimensioni operanti nel settore della meccanica, dell'alimentare e della sua distribuzione, del lusso, del design e della farmaceutica.

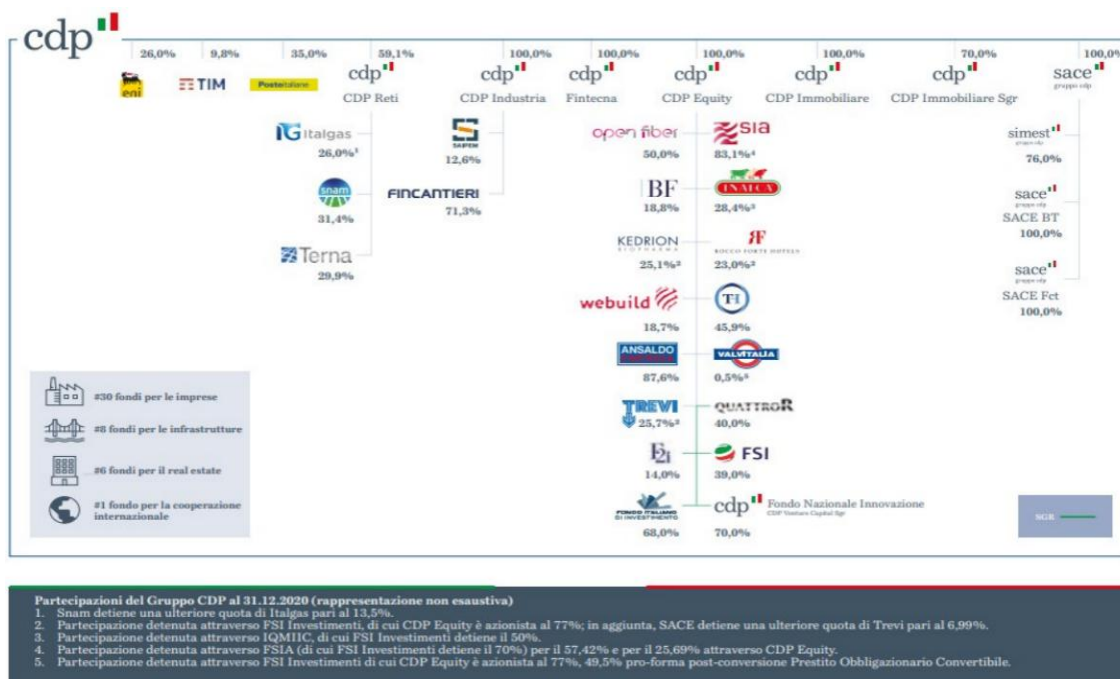
pubblico con esigenze significative e crescenti di finanziamento, che i vincoli di finanza pubblica non consentivano di soddisfare totalmente. Con l'acquisizione di Fintecna, CDP ha inoltre ottenuto il controllo di Fincantieri (partecipata al 99,4% da Fintecna) - asset strategico dell'industria nazionale essendo tra i principali player mondiali nella progettazione, costruzione e commercializzazione di navi civili e militari. Nel 2013 ci sono stati versamenti di capitale nel Fondo Strategico Italiano S.p.A., per complessivi 2,519 Mld di Euro. Nel 2014, ancora, c'è stata la Contribuzione in conto capitale a favore di CdP Immobiliare e aumento di capitale per complessivi 224,7 Mln di Euro, cui segue una seconda contribuzione nel 2015 di 108,6 Mln di Euro. Nello stesso anno CdP ha anche effettuato la cessione del 35% di CdP Reti a SGEL (State Grid Europe Limited, società del Gruppo State Grid Corporation of China, il maggiore distributore di energia elettrica cinese), realizzando plusvalenze per oltre 1 Mld di Euro.

Seppur in misura ridotta, dal 2015 al 2020 il portafoglio partecipativo di CdP è ulteriormente aumentato da 28,1 Mld a 31,9 Mld di Euro. Tale incremento è dovuto prevalentemente dall'acquisizione del 35% di Poste Italiane S.p.A. dal MEF e raggiungimento della quota del 25% nel Fondo Italiano di Investimento (2016); dall'aumento della quota in Fondo italiano di Investimento fino ad arrivare al 43% e dall'acquisizione del 15% delle quote azionarie di Elite S.p.A., la piattaforma di Borsa Italiana che offre sostegno alla crescita e alla raccolta di capitali delle aziende ad alto potenziale (2017); dall'incremento dell'investimento in CdP Equity, che arriva fino al 100%, finalizzato sia a sostenere la creazione di un player nazionale con l'obiettivo di consolidare il settore delle costruzioni italiano (i.e. Progetto Italia), sia a trasferire a CdP Equity, tramite conferimento, le partecipazioni detenute da CdP in alcune società di gestione del risparmio (2019). Infine, il 2020 si conclude con un incremento dell'investimento in CdP Equity, finalizzato al perseguimento della sua azione di sostegno alle imprese e destinato principalmente al supporto finanziario della controllata Ansaldo Energia, società del settore energetico italiano e tra le maggiori

produttrici al mondo di centrali elettriche, e del piano di investimenti di Open Fiber, operatore all'ingrosso nel mercato italiano di infrastrutture di rete operante nel settore delle telecomunicazioni, oltre che al sostegno allo sviluppo di iniziative infrastrutturali in ambito energetico.

CdP, costituisce oggi una presenza determinante nell'economia del Paese con un portafoglio di partecipazioni nei settori più rilevanti dell'economia italiana: le infrastrutture di trasporto, la cantieristica, le reti energetiche, le telecomunicazioni e come meglio rappresentato nell'immagine 1.

**Immagine 1:** composizione partecipativa del Gruppo CdP al 2020.



**Fonte:** Relazione Annuale Finanziaria 2020 di Cassa Depositi e Prestiti.

#### 4.1.2.2 Focus Trend Risorse Mobilitate

Un altro significativo indicatore dell'impegno di CdP a sostegno dell'economia del Paese in risposta alla crisi finanziaria del 2008, è dato dall'accrescimento di risorse mobilitate dal 2009 al 2020 in favore di imprese ed infrastrutture. In particolare, grazie alle novità normative di cui al par. 4.1.1, che hanno consentito alla Cassa di

estendere le proprie competenze e il proprio raggio d'azione, c'è stato il bisogno di un aggiornamento della strategia e degli obiettivi di medio-lungo periodo della Società. Tale revisione è stata formalizzata nel Piano Industriale 2009-2011 ed ha significato un vero e proprio cambio di rotta: da allora, infatti, accanto alla missione istituzionale, relativa all'attività di sostegno finanziario diretto agli enti e di finanziamento di opere destinate alla fornitura di servizi pubblici a carattere locale, oltre che all'offerta di prodotti del Risparmio Postale, si è affiancata l'opportunità per CdP sia di intervenire nel finanziamento dei progetti infrastrutturali, agendo in posizione complementare agli altri finanziatori del settore privato, che di predisporre programmi per il supporto all'economia, con ricorso prevalente alla Raccolta Postale. A tale linea di intervento si riconducono soprattutto i rilevanti finanziamenti, veicolati attraverso il sistema bancario, per il supporto alle PMI, fortemente colpite dalla crisi<sup>10</sup>. Il canale di distribuzione è stato quello creditizio: per accedere ai finanziamenti le PMI si sono rivolte alle Banche aderenti all'iniziativa, le quali hanno potuto utilizzare la provvista della Cassa per finanziare spese di investimento delle PMI, o per coprire esigenze di incremento del loro capitale circolante<sup>11</sup>. Infine, CdP ha anche avuto modo di erogare finanziamenti a sostegno dell'internazionalizzazione delle imprese italiane (con garanzia SACE), sempre mediante l'utilizzo del Risparmio Postale. Infatti, il sistema Export Banca ha consentito di finanziare a costi competitivi operazioni di internazionalizzazione ed esportazione effettuate da imprese italiane (o loro controllate estere), nonché operazioni di rilievo strategico per l'economia italiana sotto i profili di sicurezza economica e attivazione dei processi produttivi e occupazionali. L'essenziale è che le operazioni fossero assistite da una garanzia SACE. A tale finalità CdP ha destinato in tre anni 3 Mld di Euro, di cui 2,3 Mld già

---

<sup>10</sup> Nell'ambito del Piano Industriale 2009-2011, viene messo a disposizione un Plafond di 8 Mld di Euro, per sostenere l'accesso al credito delle PMI. Il Plafond era volto a coprire le nuove esigenze di mercato che si traducevano nella necessità di una provvista a scadenza più lunga.

<sup>11</sup> L'iniziativa persegue lo stesso obiettivo del Fondo Italiano di Investimento per le PMI creato nel 2009/2010.

deliberati nel 2009.

Quindi, nel 2009 CdP si è avviata verso la sua nuova missione di sostentamento del tessuto economico Nazionale attraverso l'impiego di risorse a favore di imprese ed infrastrutture, missione che è stata portata avanti con successo nel corso degli anni, prima attraverso il Piano Industriale 2009-2011, come abbiamo visto, poi ancora nel 2015, quando ha mobilitato e gestito risorse per quasi 13 Mld di Euro (rispetto ai 5 Mld di Euro nel 2009), soprattutto spinta dall'obiettivo di supporto alle imprese, finanziando programmi di investimento delle regioni e gli investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione delle imprese italiane. Nel dettaglio, il volume di risorse mobilitate e gestite nel 2015, considerando esclusivamente imprese ed infrastrutture, tralasciando quindi il suo storico impegno verso gli enti pubblici, è relativo prevalentemente ad operazioni a favore di imprese finalizzate al sostegno dell'economia e per gli investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione, per complessivi 10,5 Mld di Euro (62% del totale), e a finanziamenti per lo sviluppo delle infrastrutture collocate prevalentemente nel settore della viabilità e dei trasporti, per complessivi 2 Mld di Euro (11% del totale).

Procedendo con passi sempre più lunghi e determinati, anche il Piano Industriale 2019-2021 non smentisce CdP nella sua missione di motore dello sviluppo economico nazionale. Il piano viene chiamato "Dall'Italia per l'Italia", proprio per sottolineare che l'impegno della Cassa per la crescita del Paese continua e parte proprio dalle risorse raccolte sul territorio per riconsegnarle all'Italia sotto forma di infrastrutture, sostegno alle imprese e servizi ai cittadini e alle comunità. Con tale finalità, si è posta l'ambizione di attivare complessivamente 203 Mld di Euro tra il 2019 e il 2021 (+32% rispetto al precedente triennio 2016-18), grazie all'impiego di 111 Mld di risorse proprie (+23%), date appunto dal Risparmio Postale, e all'attivazione di 92 Mld di Euro (+47%) da investitori privati e altre istituzioni territoriali, nazionali e sovranazionali. CdP, nell'attuare il suo Piano, ha deciso di intervenire in quattro



macro-aree, quali: (1) Imprese, mobilitando 83 Mld di Euro nell'intero triennio, trasformandosi da finanziatore a partner delle imprese, raggiungendo oltre 100.000 imprese (rispetto alle 20.000 del precedente triennio e alle 60.000 di target del Piano), di cui il 40% al Sud; (2) Infrastrutture, Pubblica Amministrazione e Territorio, mobilitando 25 Mld di Euro nell'intero triennio per supporto al territorio e agli Enti Locali nella realizzazione delle infrastrutture e nel miglioramento dei servizi di pubblica utilità; (3) Cooperazione Internazionale, stanziando 3 Mld di Euro per la realizzazione di progetti nei Paesi in via di sviluppo e nei mercati emergenti; (4) Grandi Partecipazioni Strategiche, riorganizzando il portafoglio dell'intero Gruppo sulla base di una logica industriale e per settore di attività, per sostenerne i percorsi di sviluppo in una prospettiva di lungo termine.

Dunque, considerando il 2009, il 2015 e il 2020 nella loro unicità, dalle relative relazioni annuali finanziarie, è emerso che in termini di risorse mobilitate e impieghi la Cassa, grazie alle rivoluzioni normative conseguenziali alla crisi finanziaria del 2008 che le hanno consentito di intervenire operativamente con un raggio d'azione molto più ampio e che non comprendesse solo gli Enti Locali ma anche le imprese e le infrastrutture, considerando le imprese congiuntamente alla infrastrutture, è riuscita a passare da 5,3 Mld di Euro impiegati nel 2009, a 12,4 Mld di Euro impiegati nel 2015 a ben 33 Mld di Euro impiegati nel 2020.

#### 4.1.3 I risultati economici. Il Margine di Interesse e i Dividendi da Partecipazioni

In riferimento al Conto Economico, uno degli indicatori di utile preso in considerazione per valutare l'andamento di CdP dal 2009 al 2020 è il Margine di Interesse. In particolare, dall'analisi eseguita sui bilanci d'esercizio del 2009, 2015 e 2020 si è constatato che rispetto al 2009, nel 2015 il Margine di Interesse è fortemente diminuito, da 1,994 Mld di Euro (2009) a 905 Mln di Euro (2015), poichè ha risentito negativamente della pesante riduzione del rendimento del conto corrente di Tesoreria, arrivato ai minimi storici per effetto della forte contrazione dei Tassi di Interesse di

mercato. Nel 2020, invece, il Margine di Interesse, per effetto combinato della sostanziale crescita degli impieghi e del miglioramento dello spread tra attività fruttifere e passività onerose, è aumentato fino a 3,1 Mld di Euro, equivalenti ad oltre il 50% del valore attestato al 2009 (1,9 Mld di Euro). Infine, l'incremento significativo del Margine di Interesse, congiuntamente a dividendi da partecipazione (superiori a Euro 1 Mld, nonostante gli effetti negativi della pandemia), hanno comportato per il 2020 un utile d'esercizio di circa 2,8 Mld di Euro verso 1,7 Mld di Euro nel 2009.

Oltre al Margine di Interesse, dal Conto Economico del Bilancio d'Esercizio della Cassa, sempre del 2009, 2015 e 2020, come indicatore di performance è stato considerato il dato sui Dividendi da partecipazioni, ossia le quote di utile spettanti a CdP dalle partecipazioni al Capitale Sociale delle diverse società che essa partecipa e/o controlla. Tale dato, infatti, rileva per l'analisi in corso poichè non solo rappresenta una delle principali linee di ricavo dell'Istituto ma soprattutto perchè ci consente di capire da quali settori, in cui CdP negli anni ha scelto di investire aumentando notevolmente, come dimostrato nei paragrafi precedenti, il suo portafoglio azionario, provengono gli utili conseguiti dalla stessa, come mostrato nella tabella 3.

**Tabella 3:** CdP, Dividendi da Partecipazioni nel 2009, 2015 e 2020.

Anno	Tot. Dividendi	Dettaglio Dividendi
2009	€971,120 Mld	Circa €2,5 Mln da Istituto per il Credito Sportivo; circa €460 Mln da Eni; circa €354 Mln da Enel S.p.A.; €52,5 Mln da Poste Italiane S.p.A.; circa €101 Mln da Terna S.p.A.; circa €8 Mln da STMicroelectronics Holding N.V.; €474mila da SINLOC S.p.A.
2015	€1,532 Mld	Circa €898,7 Mln da Eni; €280 Mln da SACE; circa €128,6 Mln da FSI; circa €111,8 Mln da CdP Reti; €85 Mln da Fintecna; circa €24,9 Mln da CdP GAS.
2020	€1,081 Mld	Circa €515 Mln da Eni; circa €253 Mln da CdP Reti; circa €215 Mln da Poste Italiane S.p.A.; €70 Mln da SACE; circa €13 Mln da Fintecna.

**Fonte:** produzione propria.

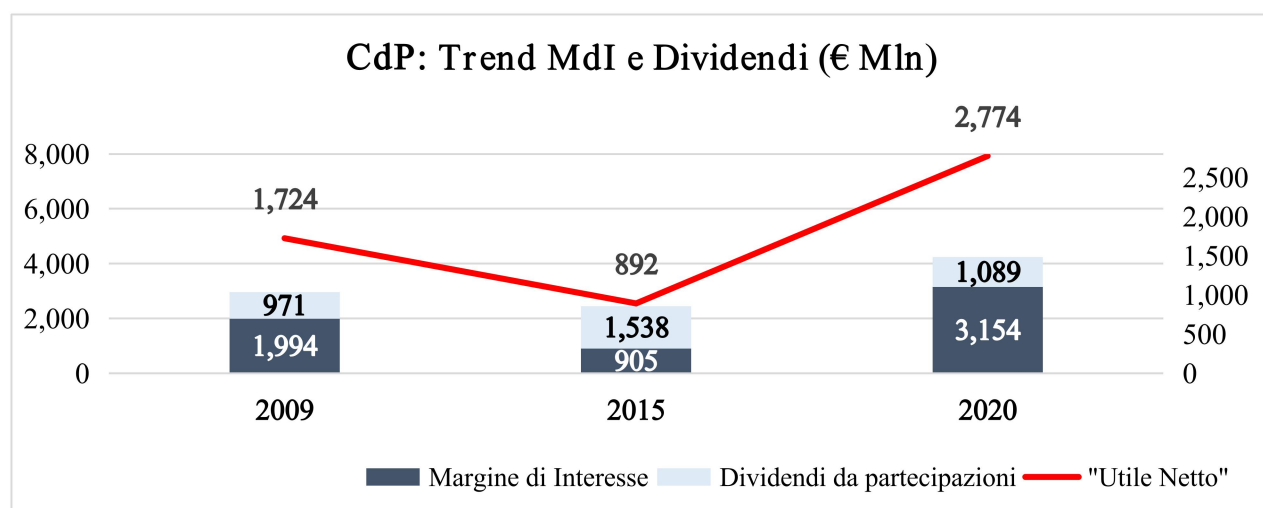
Dunque, in termini di Dividendi da partecipazioni si può constatare che mentre dal 2009 al 2015 vi è stato un aumento da 971, 1 Mln di Euro a 1,532 Mld di Euro, dovuto senz'altro anche all'espansione azionaria avvenuta proprio in quegli anni da cui è nato anche il Gruppo CdP nel 2012, dal 2015 al 2020, considerando l'avvento della crisi da Covid-19, si è notato invece un calo nei Dividendi che da 1,532 Mld di Euro sono passati ad essere 1,081 Mld di Euro. Tuttavia, nonostante questo decremento nei Dividendi, dal 2015 al 2020 si è comunque manifestata un'importante crescita nell'Utile d'Esercizio che da 892 Mln di Euro nel 2015 è salito a 2,8 Mld di Euro nel 2020. Inoltre, si constata anche che, sempre in riferimento al 2009, 2015, 2020, anni di riferimento per l'analisi in corso, le principali società dalle quali più provengono i Dividendi da partecipazioni sono senz'altro Eni e Enel S.p.A., del settore energetico; Poste Italiane S.p.A., del settore delle telecomunicazioni; Terna S.p.A., del settore dell'energia elettrica; SACE, del settore assicurativo e del credito; CdP Reti, società del gruppo CdP che a sua volta detiene partecipazioni in Terna S.p.A., Snam e Italgas e che funge da investitore di lungo termine per lo sviluppo delle infrastrutture strategiche italiane collocate nei settori del gas e dell'energia

elettrica; Fintecna, del settore industriale. Si può affermare, in definitiva, che la missione di CdP di aiuto nella crescita e nello sviluppo del tessuto economico italiano, attraverso forme di investimento nei settori ritenuti strategici per l'interesse nazionale, iniziata a seguito della crisi finanziaria del 2009 e ancora presente come forza motrice in ogni operazione che essa intraprende, viene portata avanti con determinazione ed evidenza numerica.

#### 4.1.3.1 I risultati economici in termini grafici

Come nel caso dei risultati patrimoniali, e quindi delle Partecipazioni e delle Risorse Mobilitate e Impieghi, anche per i risultati economici espressi in termini di Margine di Interesse, Dividendi da partecipazioni e, non da ultimo, di Utile Netto, nel grafico 2 se ne fornisce una rappresentazione, per meglio comprendere i rispettivi andamenti dal 2009 al 2020.

**Grafico 2:** CdP, andamento del Margine di Interesse, dei Dividendi da partecipazioni e dell'Utile netto dal 2009 al 2020.



**Fonte:** produzione propria.

## 4.2 KfW: il quadro normativo

A differenza di CdP, la Cassa tedesca non ha presentato alcuna evoluzione normativa in risposta alla crisi finanziaria. I suoi mandati ed il suo assetto organizzativo sono rimasti pressochè invariati nel corso degli anni, e questo è certamente dovuto anche alla rigida impostazione con la quale KfW è stata fondata nel 1948 con l'obiettivo di sopperire alle esigenze economiche e finanziarie del dopoguerra, emettendo credito e sostenendo i progetti per la ricostruzione. Tuttavia, un accadimento degno di nota e sopraggiunto proprio col fine di intervenire operativamente nello scenario di recessione di allora, è dato dal "KfW Special Programme 2009", normato da State aid N°661/2008. Tale misura fa parte del pacchetto di politiche federali tedesche denominato "Garantire posti di lavoro rafforzando la crescita" ("Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung") e mira a migliorare l'accesso delle imprese ai prestiti, compensando così l'insufficiente attività di prestito da parte delle banche private risultante dalla crisi finanziaria. Il regime si basa espressamente sull'articolo 87 del TCE<sup>12</sup>, come interpretato dal paragrafo 4.4.2 della comunicazione della Commissione "Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso ai finanziamenti nell'attuale crisi finanziaria ed economica". In particolare, il Programma Speciale è stato rivolto a:

- i. PMI con un fatturato annuo fino a 500 Mln di Euro; il prestito massimo per gli investimenti è di 50 Mln di Euro per progetto con un importo massimo complessivo del prestito di 150 Mln di Euro. Resa disponibile un'opzione di esenzione dalla responsabilità del 50% o del 90%. Il limite del prestito per il finanziamento del capitale circolante, compresi gli impianti di stoccaggio, ammonta a 50 Mln di Euro con un'opzione di esenzione da responsabilità fino ad un massimo del 60%.

---

<sup>12</sup> Trattato Comunità Europea - Aiuti concessi dagli Stati.

- ii. Grandi aziende senza accesso ai mercati dei capitali, con un fatturato annuo di oltre 500 Mln di Euro. Il prestito massimo per gruppo di società è generalmente di 300 Mln di Euro. Finanziamento concesso agli investimenti in Germania. Resa disponibile un'opzione di esenzione dalla responsabilità del 50% o del 70%. Il limite di prestito per il finanziamento del capitale circolante o per la copertura del fabbisogno di finanziamento generale (in entrambi i casi a massimo del 30% del totale attivo dell'ultimo esercizio) è di 300 Mln di Euro. Resa disponibile un'opzione di esenzione dalla responsabilità del 50%.
- iii. Project finance. Si tratta di società di progetto che investono in Germania con un assetto proprietario di maggioranza privato, indipendente dal fatturato annuo e da quello dei loro azionisti. Le domande possono essere presentate per un massimo di 200 Mln di Euro per progetto. Per il finanziamento di progetti prestati tramite Banche, la quota massima di finanziamento delle sovvenzioni KfW è del 70% del finanziamento totale del debito. È disponibile un'opzione di esenzione da responsabilità del 50%. Per il finanziamento di progetti come prestito diretto, il finanziamento massimo di KfW è del 35%.

Dunque, il Programma Speciale KfW, nel 2009 ha avuto un volume di impegni di 7,2 Mld di Euro, dando un contributo fondamentale all'assicurazione dei finanziamenti in particolare per le PMI. KfW, attraverso questo programma, è riuscita a supportare 2.500 aziende. Inoltre, sebbene esso sia stato rivolto anche alle grandi aziende, il settore delle PMI ha particolarmente beneficiato dell'offerta, registrando fino al 94% degli impegni totali. Con la sua offerta di capitale finanziario circolante, KfW ha aiutato numerose aziende a superare le strette situazioni di liquidità. Complessivamente nel 2009 in Germania sono stati garantiti oltre 1,2 milioni di posti di lavoro, di questi 750.000 grazie al "Programma speciale KfW". Infine, è stato rilevato che l'unità di business KfW Mittelstandsbank, rivolta proprio alle PMI e alle Start-up, nel 2009 ha rappresentato, come approfondiremo nei paragrafi successivi,

l'area a cui sono stati rivolti il maggior numero di impieghi e a cui il Programma si è maggiormente dedicato, proprio a dimostrazione del fatto che la risposta di KfW alla crisi finanziaria ha riguardato quasi esclusivamente l'interesse alle PMI del tessuto economico tedesco, fino a divenire il loro partner più affidabile.

Ultimo elemento notato, sempre dal punto di vista normativo, è che mentre KfW nel 2009 opera già come Istituto Nazionale di Promozione attraverso tre principali aree di Business (KfW Privatkundenbank; KfW Mittelstandsbank; KfW Kommunalbank) , CdP invece lo diventa solo nel 2015, grazie alla L.208/2015.

#### 4.2.1 I risultati economici. Domestic Promotional Business

L'impegno di KfW è tutto incentrato sull'attività promozionale e nel rispondere alla crisi finanziaria del 2008 la Cassa non ha fatto che confermarlo. In particolare, nell'area di Promozione Nazionale nel 2009 KfW ha raggiunto il record per aver totalizzato un volume di business pari a 50,9 Mld di Euro, superando di circa il 12% il risultato del 2008, promuovendo in Germania attività economiche, ambientali, abitative, misure comunali ed educative. Di questi 50,9 Mld di Euro sono stati concessi 23,8 Mld di Euro solo alle imprese commerciali, destinando la maggior parte dell'ammontare alle PMI. Attraverso il Programma Speciale, lanciato ad inizio anno, la Cassa ha dato un contributo significativo, con impegni di finanziamento per complessivi 7,2 Mld di Euro, concedendo il 94% dei prestiti erogati nell'ambito del Programma alle medie imprese. In questo modo, KfW è riuscita a più che raddoppiare il finanziamento degli investimenti rispetto al 2000, basti pensare che da solo il volume dell'attività promozionale di KfW Mittelstandsbank, pari a 23,8 Mld di Euro nel 2009, ha raggiunto il livello totale del volume di affari dell'attività di promozione nazionale del 2000, pari appunto a 23,5 Mld di Euro. Ma oltre a sostenere le PMI e a combattere le conseguenze della recessione, KfW ha reso la protezione del clima e dell'ambiente l'altro principale focus della sua attività di promozione, totalizzando in questo settore un impegno di investimenti pari a 19,8 Mld di Euro, cioè quasi un terzo

del totale del volume di affari promozionali della Cassa. Dall'altro lato, però, mentre le attività promozionali nazionali sono aumentate del 12,1% rispetto al 2008, la crisi economica ha influito negativamente sui risultati dell'attività promozionale internazionale, facendo diminuire il volume d'affari del 40% (da 22,4 Mld di Euro nel 2008 a 13,4 Mld di Euro nel 2009). Questo decremento, dovuto all'inferiore domanda di prestiti per l'export e di project finance, ha fatto sì che il volume d'affari complessivo di KfW per l'anno 2009 diminuisse del 5,8% rispetto all'anno precedente, passando da 67,8 Mld di Euro nel 2008 a 63,9 Mld di Euro nel 2009.

Per quanto concerne l'attività di promozione nazionale, vale la pena, dunque, focalizzare l'attenzione sull'area di business di KfW Mittelstandsbank poichè quella da cui la Germania ha avuto maggiori risposte alla crisi finanziaria. In particolare, nel 2009 KfW Mittelstandsbank, con la sua offerta di finanziamento a lungo termine, ha dimostrato di essere un partner affidabile per le PMI nel loro tentativo di proteggersi contro l'intensità della crisi. Tale area, poi, come anticipato, ha spostato le sue prerogative di finanziamento, rendendo ambiente, innovazione e start-up il focus su cui incentrare la sua attività. Il volume d'affari di KfW Mittelstandsbank nel 2009 è stato pari a 23,8 Mld di Euro, superando il 2008 del 28,3%. Le risorse sono state così distribuite:

- i. 15,5 Mld di Euro per PMI e Start-up;
- ii. 1,3 Mld di Euro per l'innovazione;
- iii. 7 Mld di Euro per la sostenibilità ambientale.

A proposito di innovazione, nel 2009 sono stati sviluppati due nuovi appositi prodotti:

- i. ERP Innovation Programme, volto a promuovere l'attività di innovazione nel settore delle PMI, attraverso finanziamenti a lungo termine per la ricerca e sviluppo di nuovi prodotti, processi e servizi, così come per il loro lancio sul mercato. Il volume di finanziamenti concessi nell'ambito del ERP Innovation



Programme" è aumentato rispetto all'anno precedente di circa il 37%, salendo a 1,2 Mld di Euro.

- ii. ERP Start Fund, col fine di mobilitare capitali volti all'implementazione tecnologica. 71 Mln di Euro complessivi, l'11,3% in più rispetto al 2008.

Allo stesso modo, anche per il settore ambientale sono stati istituiti due Programmi ad hoc:

- i. ERP Environmental Protection and Energy Efficiency Programme, col fine di finanziare, ad esempio, le spese generali di misura della tutela ambientale e di controllo di efficienza energetica. 1,323 Mln di Euro complessivi.
- ii. KfW Renewable Energies Programme, che prevede il finanziamento di tutte le misure per l'utilizzo dell'energia rinnovabile. 5,508 Mln di Euro complessivi, il 48,7% in più rispetto al 2008.

Negli anni a seguire l'impegno di KfW nell'area di Promozione Nazionale non si è arrestato, totalizzando nel 2015 un volume d'affari pari a 50,5 Mld di Euro (leggermente inferiore rispetto ai 50,9 Mld di Euro del 2009). Tuttavia, rispetto al 2009, anno in cui è stata registrata una significativa risposta alla crisi finanziaria attraverso il sostegno che la Cassa ha scelto di rivolgere soprattutto alle PMI, minore risorse sono state dedicate all'area KfW Mittelstandsbank, per complessivi 20,4 Mld di Euro (3,4 Mld di Euro in meno rispetto al 2009), a causa dell'elevato volume di impegni totalizzato nelle aree Kommunal- und Privatkundenbank/Kreditinstitute (pari a 30,1 Mld di Euro). Le risorse finanziarie impiegate nell'area KfW Mittelstandsbank sono state così distribuite:

- i. 9,3 Mld di Euro per il settore ambientale;
- ii. 6,6 Mld di Euro alle imprese;
- iii. 3,7 Mld di Euro per le Start-up;

iv. 0,8 Mld di Euro per l'innovazione.

Da questa ripartizione di risorse si evince subito quanto nel 2015 il focus sia stato spostato sul settore ambientale, a cui è stato dedicato l'impegno finanziario maggiore, contrariamente a quanto avvenuto nel 2009 in cui il principale obiettivo di finanziamento sono state PMI e Start-up. Più nello specifico dei 9,3 Mld di Euro destinati al settore ambientale, 3,8 Mld di Euro sono stati impegnati per finanziare le attività proprie del campo dell'efficienza energetica, mentre 4,5 Mld di Euro sono stati messi a disposizione grazie al KfW Renewable Energies Programme. Grazie ad una politica di offerta finanziaria siffatta, nel 2015 KfW è riuscita a fornire un importante contributo al raggiungimento degli obiettivi ambientali e climatici nazionali.

Nel 2020, infine, KfW è stata nuovamente chiamata a dare pronta risposta ad un nuovo periodo di recessione, peraltro ancora in corso, causato dalla pandemia da Covid-19. Anche in questo caso, di assoluta importanza, come per la crisi finanziaria del 2008, è stato l'intervento della Cassa attraverso il KfW Special Programme 2020, lanciato nell'ambito delle misure di stabilizzazione del Governo. Il Programma ha contemplato sia prodotti promozionali già esistenti, come il prestito aziendale, sia lo sviluppo di un prodotto tutto nuovo lanciato nell'aprile del 2020 per conto del Governo Federale e ancora più rilevante dal punto di vista di supporto all'economia nazionale. Si tratta del prestito istantaneo con il 100% del rischio assunto da KfW, uno strumento che ha significato l'erogazione di un alto ammontare di liquidità a favore delle imprese, per fornire loro il maggior sostegno finanziario possibile. Il volume degli impegni del KfW Special Programme 2020 lanciato nel 2020 è stato pari a 44,5 Mld di Euro, di questi 35,6 Mld di Euro destinati all'area Mittelstandsbank & Private Kunden (SME Bank & Private Clients). Ma procediamo per gradi:

i. nel 2020 il gruppo ha raggiunto un massimo storico con un volume di attività promozionali di 135,3 Mld di Euro (+75%). Come anticipato, i principali motori della forte crescita sono state le misure per assorbire le conseguenze economiche

della pandemia di coronavirus in Germania e all'estero, che hanno rappresentato un volume di 50,9 Mld di Euro.

- ii. Dei 135,3 Mld di Euro, 106,4 Mld di Euro (contro i 43,4 Mld di Euro), comprensivi degli aiuti per contrastare la crisi da Covid-19, sono stati impegnati per finanziamenti in attività promozionali nazionali. Oltre agli aiuti per il coronavirus, i programmi promozionali nel settore delle costruzioni e ristrutturazioni efficienti dal punto di vista energetico hanno dato un contributo particolare alla crescita del volume delle attività promozionali in Germania, aumentandone il volume del 140% a 26,8 Mld di Euro.
- iii. Dei 106,4 Mld di Euro impegnati per la promozione nazionale, 86,3 Mld di Euro sono stati destinati all'area Mittelstandsbank & Private Kunden (SME Bank & Private Clients), raggiungendo il massimo storico. Di questi, 35,6 Mld di Euro, come detto, sono stati resi disponibili dal KfW Special Programme e così suddivisi: 28,3 Mld di Euro per le imprese; 5,8 Mld di Euro per prestiti istantanei; 1,4 Mld di Euro per le Start-up.

#### 4.2.2 I risultati economici. International Promotional Business

Nell'ambito dell'attività di promozione internazionale, l'attività svolta dalla KfW IPEX-Bank<sup>13</sup> si è dimostrata particolarmente rilevante, soprattutto considerando gli effetti della crisi economica. Essa ha provveduto all'esigenza di una stabile finanza a medio-lungo termine sempre per progetti di esportazione di grandi dimensioni. Tuttavia, col sopraggiungere della crisi finanziaria, il 2009 ha rappresentato per la Banca un anno di svolta nel fornire finanziamenti anche per progetti di esportazione

---

<sup>13</sup> KfW IPEX-Bank è il partner finanziario dell'economia tedesca ed europea: è uno dei principali fornitori di export internazionale e finanza di progetto, supportando l'internazionalizzazione e il mantenimento della competitività dell'economia tedesca ed europea fornendo finanziamenti personalizzati. Dal 2008 è un'unità sussidiaria di KfW legalmente indipendente, pur rimanendo parte integrante del Gruppo KfW e fedele al mandato generale della Cassa. Essa genera sostanziali ricavi per KfW ed apporta un contributo chiave per il trasferimento di competenze tra le singole aree di business di KfW.

di minori dimensioni, ritenuti, soprattutto in periodi di crisi, da non sottovalutare per gli esportatori tedeschi ed europei. Nel 2009, in particolare, essa ha focalizzato la propria attenzione finanziaria su nuovi settori quali: spedizioni per complessivi 1,6 Mld di Euro; energia e ambiente per complessivi 1,5 Mld di Euro; industrie manifatturiere, vendite al dettaglio e salute per complessivi 1,3 Mld di Euro; industrie basilari per complessivi 1,2 Mld di Euro; ferroviario e stradale per complessivi 0,8 Mld di Euro; portuale e aereoportuale per complessivi 0,7 Mld di Euro; istituzioni finanziarie e finanza commerciale delle materie prime per complessivi 0,7 Mld di Euro; aviazione per complessivi 0,5 Mld di Euro; telecomunicazioni e media per complessivi 0,3 Mld di Euro; leveraged finance e equity per complessivi 0,2 Mld di Euro. L'alto volume di affari nel settore delle spedizioni è dovuto in gran parte da finanziamenti per l'energia marittima. Nel settore dell'energia e dell'ambiente, invece, KfW IPEX-Bank ha fornito un notevole importo di finanziamenti per energie rinnovabili e misure per aumentare l'efficienza energetica. Il volume di affari totale generato nel 2009 in questi nuovi dodici settori è stato di 8,9 Mld di Euro, di cui: 3 Mld di Euro in Germania; 3,6 Mld di Euro in Europa; 2,3 Mld di Euro fuori Europa. Dunque, nonostante le condizioni economiche globali fortemente sfavorevoli, KfW IPEX-Bank nel 2009 si è dimostrata un partner finanziario affidabile per l'economia tedesca ed europea. A 8,9 Mld di Euro, ha realizzato un volume considerevole di nuovi affari, anche se questo ha significato un calo rispetto al 2008. Tale decremento è imputabile sia al generale periodo di recessione che all'indebolimento della domanda di prestiti. Infine, nel corso del 2009, KfW IPEX-Bank ha prestato particolare attenzione ai suoi clienti esistenti per affiancarli nella risoluzione dei relativi problemi finanziari causati dalla crisi. Guardando agli anni successivi, invece, nel 2015 l'impegno finanziario della Cassa, attraverso KfW IPEX-Bank, per le attività di Export e Project finance è più che raddoppiato rispetto al 2009, raggiungendo complessivamente 20,2 Mld di Euro. I settori maggiormente favoriti sono stati: le industrie marittime per 3,6 Mld di Euro; energie rinnovabili e acqua per 3,2 Mld di

Euro; le industrie di aviazione e marittime per 2,8 Mld di Euro. Ciò ad evidenza della persistente ambizione di KfW IPEX-Bank, e più in generale di KfW, di dare un contributo significativo alla protezione dell'ambiente e del clima.

Infine, nel 2020, a causa della recessione da Covid-19, le attività internazionali sono diminuite dell'11% raggiungendo un volume di attività promozionali di 29 Mld di Euro (contro i 32,7 Mld di Euro del 2019). L'impatto negativo della pandemia da Covid-19 si è riscontrato particolarmente nell'area Export e Project finance, in cui sono stati colpiti commercio globale e vaste aree dell'economia globale nel loro insieme. Di conseguenza, gli impegni di 16,6 Mld di Euro sono stati inferiori all'importo record dell'anno precedente (pari a 22,1 Mld di Euro), ma sono stati mantenuti allo stesso livello degli anni precedenti.

### 4.3 CdC: Il quadro normativo

Anche in Francia, la crisi di liquidità del 2008 ha morso sull'economia del Paese e la risposta del governo francese non si è fatta attendere: nello stesso 2008, infatti, c'è stata l'emanazione di una nuova legge, "*Loi de modernisation de l'économie*", destinata a innovare il quadro istituzionale. Con particolare riferimento alla Caisse des dépôts, l'Art. L518-2 della Legge di Modernizzazione ha espressamente riconosciuto la natura di investitore di lungo periodo all'istituto francese individuando altresì l'obiettivo che tali investimenti sono chiamati a perseguire lo sviluppo delle imprese. La Legge dunque ha fissato l'obiettivo (*i.e.* lo sviluppo delle imprese) lasciando all'Ente una rilevante discrezionalità nella scelta dei principi con cui individuare i propri investimenti. In tal senso CdC ha formulato nel 2008 una serie di linee guida per definire il contesto di riferimento delle sue attività: logica di lungo termine; principalmente in Francia nella forma di *minority shareholder*, nel rispetto degli interessi patrimoniali dell'istituto e tali da garantire un'adeguata redditività; in taluni casi con un ruolo attivo nella governance del soggetto partecipato.

#### 4.3.1 I risultati economici. Trend Partecipazioni e Risorse Mobilitate.

Una doverosa premessa da fare: già nel 2008 CdC, attraverso il suo portafoglio di partecipazioni, operava nei seguenti settori:

- i. assicurazioni sulla vita, con il 40% di CNP Assurances;
- ii. immobiliare, con Société Nationale Immobilière e Icade;
- iii. ingegneria dei trasporti pubblici e delle infrastrutture di trasporto, con Transdev ed Egis;
- iv. tempo libero, con Compagnie des Alpes e Santoline, holding di Belambra;
- v. private equity, con CdC Entreprises e CdC Capital Investissement;
- vi. infrastrutture, con CdC Infrastrutture.

Nell'ambito della nuova mission conferitale dalla Legge di Modernizzazione sopra menzionata, nello stesso 2008 CdC riesce poi ad ampliare il suo raggio d'azione implementando due azioni: la costituzione del Fonds Stratégique d'Investissement (Strategic Investment Fund – SIF); l'aumento della quota azionaria in SFIL<sup>14</sup> (salendo al 20% attraverso un aumento di capitale), la Banca a controllo pubblico dedicata al finanziamento di enti pubblici e allo sviluppo del territorio.

SIF è un Fondo omologo a quello istituito in Italia da CdP (partecipato sia da CdP che da Banca d'Italia), entrambi a carattere di società di capitali ed impiegati a livello nazionale, proprio per combattere la scarsità di risorse ed il credit crunch che le aziende hanno rischiato di subire dopo la crisi. In particolare, il Fondo francese è partecipato sia da CdC per il 51% che dallo Stato al 49% e, così come il FSI italiano, ha lo scopo di preservare la stabilità delle imprese, attirare investimenti esteri e migliorare la qualità dei servizi pubblici. Inoltre, pur essendo i Fondi delle holding di partecipazioni, essi tuttavia non sono mirati tanto a creare una gestione centralizzata di alcuni settori economici quanto piuttosto a sostenere le imprese operanti nei settori strategici investendo nel loro capitale. Infine, quando è stato creato, il Fondo è stato dotato di 6 Mld di Euro dallo Stato. La sua dotazione è poi aumentata, raggiungendo i 20 Mld di Euro nel 2011 di cui: 14 Mld di Euro conferiti sotto forma di partecipazioni detenute dalla stessa CdC e dallo Stato in società ritenute strategiche, come Air France, Renault, Chantiers de l'Atlantique, ecc.); 6 Mld di Euro di fondi disponibili forniti dalla Cassa e dallo Stato. La Costituzione del SIF è da considerare una grande mossa strategica attuata da CdC, poichè soprattutto attraverso il ricorso alle risorse del Fondo, la Cassa ha cercato di garantire che progetti e società strategici o ad elevato potenziale e quindi potenzialmente a rischio di acquisizione da parte di investitori esteri, continuassero, oltre che ad avere accesso a finanziamenti a condizioni

---

<sup>14</sup> Banca Pubblica di Sviluppo a supporto degli investimenti locali e dell'export detenuta oggi al 99% da CdC.

ragionevoli, anche a rimanere nella sfera del governo francese.

Inoltre, oltre ad intervenire sul proprio portafoglio partecipativo, la Cassa francese, nel corso del 2008, ha anche immesso sul mercato finanziario oltre 40 Mld di Euro, non direttamente ma attraverso i Fondi di Risparmio da essa gestiti, per aiutare a scongiurare gli effetti peggiori della crisi economica, tentando ripristinare la fiducia degli investitori, di sostenere gli investimenti pubblici e più in generale l'economia francese tutta. Queste misure senza precedenti hanno assunto varie forme tra cui:

- i. 18,5 Mld di Euro per finanziare le PMI attraverso due misure chiave: (1) incremento dei finanziamenti concessi a Oséo Financement da 4 a 6 Mld di Euro; (2) decentramento dei fondi detenuti in libretti di risparmio sbloccando ulteriori 16,5 Mld di Euro. Nel corso del 2008, CdC ha sostenuto 360 PMI (praticamente una al giorno) e 23.000 micro-imprese attraverso la sua rete di intermediari.
- ii. 5 Mld di Euro di finanziamenti a breve termine per la Società di finanziamento francese (Société de Financement de l'Economie Française – SFEF).
- iii. 6,7 Mld di Euro di prestiti per finanziare 100.000 unità abitative.
- iv. Un investimento stimato di 1,6 Mld di Euro da parte della Société Nationale Immobilière (SNI) per l'acquisto di 10.000 case in costruzione, 7.500 delle quali già acquistate alla fine del 2008.
- v. 8 Mld di Euro per il finanziamento di grandi progetti infrastrutturali, di cui 1 Mld di Euro per le università. Questi prestiti sono stati concessi dai Fondi di Risparmio alle imprese che realizzano i progetti nell'ambito di partenariati pubblico-privato, concessioni o bandi proposte, o agli enti locali che a loro volta sovvenzionano gli investimenti.

Inoltre, nel range temporale preso in considerazione, CdC, agendo come braccio finanziario del governo, ha dato luogo a due importanti mosse strategiche per lo sviluppo dell'economia francese:



- i. 2012, creazione di una banca di investimento pubblica a sostegno di piccole e medie imprese;
- ii. 2020, creazione di un polo finanziario unico specializzato in servizi postali, assicurativi e finanziari.

Procedendo con ordine, partiamo dalla prima mossa strategica. Il 6 giugno 2012 il Ministro dell'Economia ha annunciato la creazione della Banque Publique d'Investissement (Banca Pubblica di Investimento), un Gruppo pubblico destinato a sostenere il finanziamento e lo sviluppo delle imprese, agendo nel rispetto delle politiche pubbliche poste in essere dallo Stato e dalle Regioni. Il Gruppo è comprensivo delle attività di OSEO<sup>15</sup>, di CdC Entreprises e dello Strategic Investment Fund, ora rispettivamente Bpifrance Investissement e Bpifrance Participations. La società per azioni OSEO SA. (ora Bpifrance) è diventata una controllata di una società denominata BPI-Group e successivamente Bpifrance SA. Al 31 dicembre 2020, EPIC Bpifrance e Caisse des Dépôts detenevano ciascuna il 49,2% del capitale sociale di Bpifrance. Varie le funzioni che la Banca Pubblica di Investimento francese svolge, tra cui: supporto all'investimento, agenzia di innovazione, fondo sovrano e agenzia di credito finalizzata all'export. Come anticipato, la sua struttura si compone di tre parti: (1) una banca vera e propria (Bpifrance Financement); (2) una compagnia che gestisce le partecipazioni (Bpifrance Participations); (3) un'agenzia di credito per l'export (Bpifrance Assurance Export). Al 31 dicembre 2020, EPIC Bpifrance e Caisse des Dépôts detenevano ciascuna il 49,2% del capitale sociale di Bpifrance.

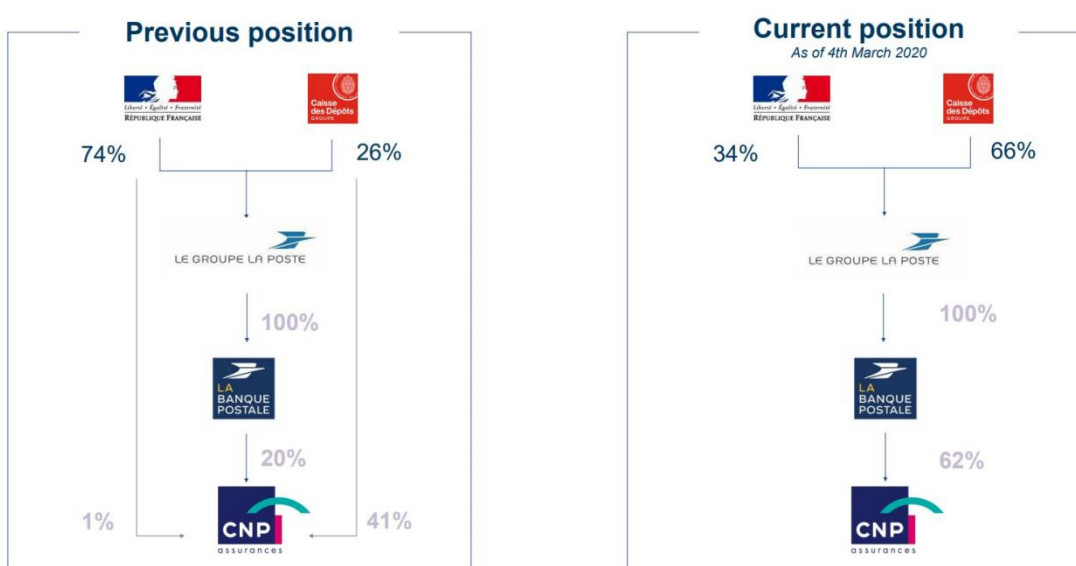
A proposito della seconda mossa strategica, invece, come evidenziato dall'immagine 2, nel 2020, col fine di creare un grande polo finanziario pubblico, CNP Assurance e La Banque Postale, in cui CdC già deteneva una quota di partecipazione diretta del 41% e del 26%, sono state ricondotte sotto il controllo di Caisse des dépôts. Più in

---

<sup>15</sup> EPIC OSEO, costituita nel 2005 è stata incaricata del finanziamento e del sostegno di PMI su tre linee di business: sostegno all'innovazione, finanziamento degli investimenti e ciclo operativo in partnership con banche e garanzie per finanziamenti bancari e partecipazioni

particolare: (1) il Governo francese e CdC hanno trasferito a La Poste le rispettive quote detenute in CNP Assurances (rispettivamente ca. 1,1% e 40,9%); (2) CdC ha acquistato una quota (40%) detenuta dal Governo francese in La Poste dietro riconoscimento di un prezzo di circa 1 Mld di Euro. A seguito della Transazione, CdC detiene oggi il 66% di La Poste che a sua volta detiene il 62% di CNP Assurance.

**Immagine 2:** *evoluzione della situazione partecipativa di CdC al Capitale Sociale di La Poste.*



**Fonte:** CdC Investors Presentation 2020.

Nel 2020, inoltre, CdC ha finalizzato anche l'acquisizione dell'intero capitale di SFIL (ad eccezione di una sola quota azionaria rimasta al Governo Francese). Questo ennesimo passo strategico compiuto dalla Cassa francese è volto a semplificare ulteriormente l'organizzazione delle Istituzioni Finanziarie pubbliche al servizio dei territori, associandole a una Banca pubblica di sviluppo.

In definitiva, la politica di intervento di CdC conseguenziale alla crisi finanziaria del 2008 si è evoluta in una serie di interventi nella forma di equity diretto nei seguenti settori strategici:

- i. Banca Pubblica di Investimento (Bpifrance al 49,2%).
- ii. Settore postale e bancario (Le Groupe la Poste al 66%; SFIL al 99,99%).
- iii. Real Estate (CdC habitat al 100%; ICADE al 39%).
- iv. Trasporti al 66%; costruzioni al 75%; sistemi di trasmissione al 29,9%; alloggi e tempo libero al 40%).

Per effetto delle operazioni sopra descritte, il portafoglio azionario di CdC, presentato nell'immagine 3, ha registrato tra il 2009 e il 2020 un notevole incremento valoriale, passando da 20 Mld di Euro a 22,8 Mld di Euro nel 2015, fino a raggiungere i 28 Mld di Euro nel 2020, mostrando anche una presenza capillare e strategica nei settori più rilevanti per l'economia francese.

**Immagine 3:** *portafoglio azionario di CdC al 2020.*



Fonte: CdC Investors Presentation 2020.

## DISCUSSIONE

### 5.1 CdP, KfW e CdC: ruolo e investment policy a confronto

È ora il momento del confronto tra i tre Istituti protagonisti, reso possibile grazie ai risultati cui siamo giunti. La domanda di ricerca si chiede come sono cambiati il ruolo e l'investment policy di CdP, KfW e CdC a seguito della crisi finanziaria del 2008. Per confrontare le Casse, dunque, partiremo proprio dal primo aspetto, il ruolo. Come dimostrato, il periodo di recessione iniziato nel 2008 ha risvegliato in Europa l'importanza degli Istituti Nazionali di Promozione, reputando il loro intervento necessario per la ripresa economica e finanziaria dei rispettivi paesi di appartenenza. Tuttavia, mentre la cassa tedesca e quella francese hanno sin da subito presentato un assetto normativo adatto a farle intervenire operativamente nell'economia attraverso azioni mirate e volte a coprire il gap di liquidità causato dalla recessione, in Italia, invece, per CdP è stato necessario prima un forte intervento normativo che ampliasse il suo raggio d'azione e che la mettesse in condizione di operare a servizio dell'economia italiana. In particolare:

- i. In Germania, KfW nasce già con un ruolo ed un assetto ben strutturati: Istituto col mandato di sostenere l'economia tedesca colpita dal periodo di dura crisi del secondo dopoguerra attraverso la copertura del fabbisogno finanziario. La sua natura, fin da subito di Istituto Nazionale di Promozione, ed il suo ruolo sono conformati proprio per permetterle di intervenire durante periodi di forte recessione.
- ii. In Francia, anche CdC risulta pronta per rispondere alla recessione del 2008 ed infatti, nello stesso anno, attraverso la Legge di Modernizzazione dell'Economia, che le viene riconosciuto il ruolo di Investitore a Lungo Termine col mandato di perseguire lo sviluppo delle imprese. Un solo ma significativo intervento normativo che ha enfatizzato l'importanza e la necessità di intervento dell'Istituto a servizio dell'economia francese.

iii. In Italia, per CdP non è stato così semplice. Prima di vedere la Cassa in azione, infatti, c'è stato bisogno di rivedere gran parte del suo Statuto e di disegnare Leggi ad hoc che le permettessero di muoversi entro ampi perimetri d'azione. Abbiamo visto, infatti, come nel 2009 le viene concesso di impiegare il Risparmio Postale su più fronti: per finanziare direttamente i soggetti privati impegnati nella realizzazione di progetti di investimento promossi da enti pubblici; per assistere le PMI nel superamento di carenze nell'offerta di credito a medio-lungo termine o per favorirne il rafforzamento patrimoniale e l'aggregazione attraverso operazioni di finanziamento effettuate con l'intermediazione di soggetti autorizzati all'esercizio del credito; per sostenere l'internazionalizzazione delle imprese quando le stesse sono assistite da garanzie o assicurazione della SACE S.p.A. Nel 2010, poi, la Cassa viene autorizzata a partecipare a Fondi Comuni d'Investimento. Nel 2011, il raggio di azione di CdP viene ancora ampliato, permettendole di assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale, in termini di strategicità del settore, di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico produttivo del paese, e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività. Nel 2014 con la Legge "Sblocca Italia" l'ambito di operatività di CdP viene ulteriormente esteso alla cooperazione internazionale, al finanziamento di progetti infrastrutturali e investimenti per la ricerca, sia attraverso la raccolta postale, di garanzia statale, sia tramite raccolta non garantita. Infine, solo nel 2015 CdP viene riconosciuto come Istituto Nazionale di Promozione. Tutti passi normativi questi che hanno significato la riscoperta del ruolo e la necessità di renderlo sempre più imponente sull'economia italiana affinché possa svilupparsi.

Il secondo aspetto di confronto, invece, è dato dall'investment policy che i tre Istituti hanno strategicamente disegnato e perseguito a seguito della crisi finanziaria del 2008.

Anche in questo caso, notevoli le differenze tra le Casse nelle rispettive politiche d'intervento. Nello Specifico:

- i. KfW, ha operato come Cassa portatrice di capitale di DEBITO. Ha erogato ingenti flussi di liquidità, sia attraverso fondi diretti che fondi di fondi, favorendo PMI e Project Finance, con lo scopo di agevolare operatori interessati ad investire nello sviluppo di tecnologie innovative nei settori della sostenibilità ambientale, energetica e della tecnologia, industrie da sempre poste al centro della politica finanziaria di kfW.
- ii. CdC, ha operato come portatrice sia di capitale di DEBITO che di capitale di CREDITO. La Cassa, infatti, ha finanziato per vie indirette (a differenza, come visto, di CdP), tramite appositi Fondi di Risparmio, ed ha investito per via diretta con la sua Section Generale, attraverso l'acquisizione di partecipazioni azionarie strategiche (si pensi alla Banque Postale). I settori favoriti sono: postale; bancario; dei trasporti e delle costruzioni, cruciali senz'altro per l'economia francese ma di stampo tradizionale .
- iii. CdP, ha anch'essa operato come portatrice sia di capitale di DEBITO che di capitale di CREDITO, ma a differenza di CdC, in entrambi i casi interviene direttamente, attraverso il ricorso al Risparmio Postale. Fronte debito, a seguito della crisi finanziaria, è riuscita ad inserire nel suo portafoglio clienti, oltre a PA e infrastrutture anche le imprese, prediligendo i settori dell'energia e ambiente; del trasporto e logistica; del digital e delle infrastrutture sociali. Fronte credito, il suo portafoglio partecipativo ha visto e continua a vedere un'incredibile espansione ed una presenza sempre più capillare nei settori strategici per l'economia italiana, seppur tradizionali come per il caso di CdC e a differenza di KfW, quali: energia; settore immobiliare; telecomunicazioni; infrastrutture di trasporto; cantieristica e delle costruzioni.

In definitiva, grazie alle evidenze dei risultati cui siamo giunti nel corso dell'analisi, è

possibile dare riscontro a Viscione (2018) quando afferma l'importanza di far intervenire lo Stato nell'economia, soprattutto in forti periodi di recessione in cui le Banche private non sono in grado di rispondere ai fabbisogni finanziari, quale mezzo necessario per contrastare il fenomeno dell'equity crunch (Bassanini, 2015) attraverso politiche di intervento non solo di lungo periodo ma che badino alla composizione qualitativa più che quantitativa degli investimenti (Viscione, 2018). Infatti, come suggerito da Bassanini & Reviglio (2011), le NPBs, chiamate a contrastare la crisi di liquidità, dal 2008 in poi hanno ridisegnato le rispettive politiche di investimento seguendo logiche strategiche, individuando e concentrandosi su quei settori ritenuti vere e proprie spine dorsali per le economie nazionali: se guardiamo Italia e Francia sono stati favoriti industrie tradizionali, totalmente in linea con il classico assetto giuridico ed economico italiano e francese; se ci affacciamo sulla Germania, invece, notiamo quanto i campi della sostenibilità ambientale e dello sviluppo tecnologico fossero già nell'agenda finanziaria di KfW in anni in cui nel resto dell'Europa questi temi ancora non venivano affrontati.

## CONCLUSIONI

L'analisi condotta sulle tra Casse, CdP, KfW e CdC è stato un primo tentativo di confronto tra le politiche di investimento disegnate ed adottate in Europa per dare risposta alla crisi finanziaria iniziata nel 2008. Naturalmente, sempre alta è stata mantenuta l'asticella di attenzione ad ogni dettaglio numerico, in modo da rappresentare con quanta più chiarezza possibile le capillari reti strategiche, in termini di equity e debito, di cui gli Istituti sono composti. L'evoluzione che questi hanno subito nel corso degli anni è risultata straordinaria, sia strutturalmente che finanziariamente, sintomo senz'altro dell'importanza di cui le NPBs sono rivestite nel fornire supporto allo sviluppo delle rispettive economie nazionali. È stato riscontrato quanto la Cassa italiana, a differenza di quelle francese e tedesca, sia stata protagonista di numerosi interventi normativi che le hanno permesso di assumere un ruolo strategicamente imponente per l'economia e di mettere in campo operazioni di finanziamento ed investimento tali da far rinascere imprese e settori fortemente colpiti dalla crisi ma soprattutto tali da consentire all'Italia di avanzare e svilupparsi economicamente sempre di più: basti pensare che l'ammontare di Risorse mobilitate per imprese e infrastrutture è salito da 5,3 Mld di Euro nel 2009 a 33,0 Mld di Euro nel 2020 e che il valore del suo Portafoglio partecipativo è cresciuto da 4,5 Mld di Euro nel 2009 a 31,9 Mld di Euro nel 2020. È stato poi verificato l'incredibile impegno di KfW nel far emergere la Germania come paese attento e quasi esclusivamente rivolto, in termini finanziari, ai temi della sostenibilità ambientale e dello sviluppo tecnologico, che gli altri paesi solo negli ultimi anni stanno mettendo in luce muovendosi verso un cambio di rotta in grado di valorizzarli. Infine, è stato messo in luce quanto CdC sia risultata un fondamentale partner strategico per il tessuto produttivo francese dal momento in cui ha dato risposta alla crisi, attraverso operazioni indirette di finanziamento che l'hanno vista immettere sul mercato finanziario oltre 40 Mld di Euro, nello stesso 2008 e, soprattutto, agendo negli anni come braccio finanziario del governo, mettendo in campo due mosse strategiche



molto rilevanti per lo sviluppo dell'economia francese, quali: la creazione di una banca di investimento pubblica a sostegno di piccole e medie imprese (2012) e la realizzazione di un polo finanziario unico specializzato in servizi postali, assicurativi e finanziari (2020).

Per concludere, l'analisi ha dimostrato quanto le NPBs, grazie alle misure finanziarie adottate, si siano dimostrate alleate indispensabili per uscire da un tremendo periodo di crisi come quello iniziato nel 2008, quindi, ora resta solo da chiedersi se nei prossimi tempi le Casse europee continueranno a tendere verso trend di crescita positivi ma soprattutto se le relative Investment policy, tenuto conto del nuovo periodo di recessione in corso, di natura certamente differente rispetto a quello del 2008, dovuto alla pandemia da Covid-19, continueranno a favorire i settori illustrati nei paragrafi precedenti o risponderanno, invece, a nuove industrie, come quelle dell'innovazione e/o della sostenibilità, più in linea con i trend futuri.

## REFERENCES

- Bassanini, F., & Reviglio, E. (2011). New regulatory framework and instruments for European long term investments after the crisis. *Working paper*.
- Lucarelli, S. & Palma, D. & Romano, R. (2013). Quando gli investimenti rappresentano un vincolo. Contributo alla discussione sulla crisi italiana nella crisi internazionale. *Moneta e Credito*, vol. 66, n. 262, pp. 167-203.
- Bassanini, F. (2015). La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti. *L'industria*, 36(3), 435-454.
- Bassanini, F., & Reviglio, E. (2015). Gli investimenti di lungo periodo in Europa dalla crisi finanziaria al Piano Juncker. *Astrid Rassegna*, (11), 1.
- Mazzucato, M. & Penna, C.C.R. (2015). Beyond Market Failures: The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks. *Working Paper No. 831*, Levy Economics Institute.
- Amicarelli, B. P. (2016). Gli investitori istituzionali nella crisi della globalizzazione: il ruolo del Long Term Investors Club.
- Griffith-Jones, S. & Cozzi, G. (2016). Investment-led Growth: A Solution to the European Crisis. *Working Paper*.
- Volberding, P. (2016). National Development Banks and the Rise of Market-Based Protectionism in Europe. *Working Paper*.
- Núñez Ferrer, J. (2018). Financial Instruments and Promotional Banking in the EU are Growing—But is this Justified?. *Intereconomics*, 53(6), 326-331.
- Viscione, D. A. (2018). Squilibrio: i cambiamenti strutturali dell'economia e il ruolo dello Stato. *Rivista online ISSN, 2281, 5260*.

Mertens, D. & Thiemann M. (2019). Building a hidden investment state? The European Investment Bank, national development banks and European economic governance. *Journal of European Public Policy*, Vol. 26, No. 1.

## **SITOGRAFIA**

[www.cdp.it](http://www.cdp.it)

[www.kfw.de](http://www.kfw.de)

[www.caissedesdepots.fr](http://www.caissedesdepots.fr)