

LO STATO AZIONISTA:
SCEGLIERE BENE PER AMMINISTRARE MEGLIO

INDICE

1 – Introduzione	3
2 – Esperienze internazionali	6
3 – I modelli internazionali di governo delle società statali	10
3.1 – Lo Stato nel suo ruolo di azionista	12
3.2 – La Francia	14
3.3 – Il Regno Unito	15
3.4 – La Germania	16
3.5 – La Finlandia	17
4 – Gli amministratori delle società del Ministero dell’economia e delle finanze	18
4.1 – I compensi degli amministratori	22
5 – La proposta di Spazio Aperto	24
Allegato 1 – Misure di contrasto alla crisi economica derivante dalla pandemia Covid-19	28
Fonti	39

Il presente lavoro ha lo scopo di analizzare il concetto e i presidi operativi connessi allo svolgimento del ruolo di “Stato Azionista” superando l’accezione che fino ad oggi è stata attribuita a questa locuzione (o la comparabile definizione di “Stato Imprenditore”) e di presentare le idee dell’Associazione Spazio Aperto relativamente a tale tematica, alla luce delle migliori esperienze internazionali.

Per questo l’analisi e le relative proposte coinvolgono le due istituzioni che, da visuali e posizioni diverse, alla luce altresì dell’adozione del PNRR, incentiveranno e faciliteranno lo sviluppo del Paese: in primis il Ministero dell’economia e delle finanze e quindi Cassa depositi e prestiti S.p.A.

Alla luce di ciò il lavoro nel suo complesso è stato diviso in due distinte proposte:

Parte I – Lo Stato azionista: scegliere bene per amministrare meglio

Parte II – Lo Stato azionista: CDP per il Paese

– PARTE I –

1 – Introduzione

Preliminarmente si precisa che la disamina e le proposte derivanti si riferiscono prevalentemente alle società partecipate dallo Stato per il tramite del Ministero dell’economia e delle finanze.

Nella quasi totalità dei casi lo Stato detiene partecipazioni in imprese tramite il Ministero dell’economia e delle finanze che esercita i diritti di azionista.

In particolare, l’Art. 4, comma 1, lettera f) del D.P.C.M. 26 giugno 2019, n. 103, così come modificato dal D.P.C.M. n. 161 del 2020, attribuisce al Dipartimento del Tesoro la **gestione delle partecipazioni societarie dello Stato** (non più la “mera” gestione finanziaria delle partecipazioni) e l’esercizio dei diritti del socio con particolare attenzione all’attività di:

- **Analisi, gestione e valorizzazione delle partecipazioni societarie dello Stato nonché esercizio dei diritti del socio**, nel rispetto di quanto previsto dalle disposizioni normative vigenti e, in particolare, dal D. Lgs. n. 175 del 2016, Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (di seguito alternativamente indicato come “TUSP”);
- Indirizzo, monitoraggio e controllo sull’attuazione del TUSP, **per le partecipazioni non statali**;
- Gestione dei processi di societizzazione, privatizzazione e dismissione, **nonché supporto ai processi di valorizzazione industriale delle società partecipate**.

Tali competenze sono confluite, da ultimo, nel Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze del 30 settembre 2021 pubblicato in G.U. l’8 novembre 2021.

Si ricorda che le partecipazioni direttamente detenute dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell’economia e delle finanze sono trenta, per lo più di natura maggioritaria, ovvero:

▪ **Società quotate**

Banca Monte Paschi di Siena S.p.A. (68,25%)

Enav S.p.A. (53,28%)

Enel S.p.A. (23,59%)

Eni S.p.A. (4,34%) [Cassa depositi e prestiti spa detiene una partecipazione del 25,76%]

Leonardo S.p.A. (30,20%)

Poste Italiane S.p.A. (29,26%) [Cassa depositi e prestiti spa detiene una partecipazione del 35,00%]

▪ **Società con strumenti finanziari quotati**

Amco - Asset management company S.p.A. (100%)

Agenzia Nazionale per l'Attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo d'impresa (Invitalia) S.p.A. (100%)

CDP - Cassa depositi e prestiti S.p.A. (82,77%)

Fs - Ferrovie dello Stato italiane S.p.A. (100%)

Rai - Radio televisione italiana S.p.A. (99,56%)

▪ **Società non quotate**

Arexpo S.p.A. (39,28%)

Consap - Concessionaria servizi assicurativi pubblici S.p.A. (100%)

Consip S.p.A. (100%)

Equitalia giustizia S.p.A. (100%)

Eur S.p.A. (90,00%)

Gse - Gestore dei servizi energetici S.p.A. (100%)

Invimit Sgr - Investimenti immobiliari italiani società di gestione del risparmio S.p.A. (100%)

Ipzs - Istituto poligrafico e zecca dello Stato S.p.A. (100%)

Istituto luce - Cinecittà S.p.A. (100%)

Ita - Italia trasporto aereo S.p.A. (100%)

Mefop - Società per lo sviluppo del mercato dei fondi pensione S.p.A. (59,05%)

Ram - Rete autostrade mediterranee S.p.A. (100%)

Sogei - Società generale di informatica S.p.A. (100%)

Sogesid S.p.A. (100%)

Sogin - Società gestione impianti nucleari S.p.A. (100%)

Sose - Soluzioni per il sistema economico S.p.A. (88,80%)

Sport e salute S.p.A. (100%)

STMicroelectronics holding N.V. (14,12%)

Studiare sviluppo S.p.A. (100%)

Il portafoglio delle aziende a controllo statale, considerando le sei società quotate e le maggiori non quotate, vale circa 106 miliardi (dato desunto in attesa di assemblea di approvazione del bilancio di esercizio 2020 per Invitalia, Eur e Gse) come si evince dalle tabelle di seguito riportate.

Società Quotate	Quota Detenuta	Valore		Valore		Valore		Valore	
		Capital. al 30/03/21	Partec. al 30/03/21	Capital. al 31/12/20	Partec. al 31/12/20	Capital. al 30/03/20	Partec. al 30/03/20	Capital. al 31/12/19	Partec. al 31/12/19
Enav	53,28%	2.250	1.199	1.953	1.040	2.173	1.158	2.882	1.536
Enel	23,59%	86.135	20.319	84.287	19.883	64.447	15.203	71.899	16.961
Eni	4,34%	37.960	1.647	30.893	1.340	33.507	1.454	50.319	2.184
Leonardo	30,20%	4.046	1.225	3.437	1.040	3.511	1.060	6.042	1.825
Mps	68,25%	1.150	785	1.051	717	1.292	882	1.594	1.088
Poste Italiane	29,26%	14.240	4.166	10.899	3.189	10.083	2.950	13.218	3.868
Stm N.V.*	14,12%	26.731	3.774	27.336	3.859	18.110	2.557	21.841	3.084
TOT (Mil €)			33.116		31.071		25.265		30.544

Tab. 1 – Capitalizzazione e Valore Partecipazione delle Società Quotate

(* pari al 14,12% per effetto del moltiplicatore societario posto che Stm N.V. è partecipata per il 28,1% dell'olandese STMicroelectronics Holding N.V., a sua volta partecipata in parti uguali da Bpifrance Participations e dal Ministero dell'economia e delle finanze)

Principali Società non Quotate	Quota Detenuta	Patrimonio netto al 31/12/20	Valore Partec. al 31/12/20	Patrimonio netto al 31/12/19	Valore Partec. al 31/12/19
Fs	100,00%	41.409	41.409	42.290	42.290
Cdp	82,77%	33.700	27.893	36.100	29.880
Rai	99,56%	694	690	713	710
Ipzs	100,00%	*500	*500	500	500
Invitalia	100,00%	*805	*805	805	805
Amco	100,00%	2.824	2.824	1.820	1.820
Eur	90,00%	*640	*573	640	573
Gse	100,00%	*54	*54	54	54
TOT (Mil €)			74.748		76.632

Tab. 2 – Capitalizzazione e Valore Partecipazione delle principali Società non Quotate

(*dato pubblico non ancora disponibile al 2020 e riferito al 2019)

Per quanto riguarda i dividendi percepiti dal Ministero dell'economia e delle finanze per il 2020 dai bilanci approvati si prevede una maxi-cedola di un valore pari a **circa 3 miliardi di euro** tenuto conto dei risultati pubblicati che vedono alcune delle quotate confermare i loro dividendi (tranne Enav S.p.A. per gli effetti del Covid-19 e Leonardo S.p.A. che chiude in perdita) e per Cassa depositi e prestiti S.p.A. (di seguito alternativamente indicata come "CDP") un utile netto (come capogruppo) pari a circa 2,7 miliardi di euro.

2 – Esperienze internazionali

Il ricorso alle società pubbliche è una pratica molto diffusa a livello internazionale.

Seppure la limitata disponibilità di dati omogenei tra paesi renda il fenomeno difficilmente comparabile, l’OCSE ha stimato che nel 2015 le circa 2.500 società di proprietà statale allora presenti nelle principali quaranta grandi economie (esclusa la Cina) avevano un valore complessivo di 2.400 miliardi di dollari e impegnavano oltre 9 milioni di lavoratori. Da allora, secondo i dati pubblicati nel 2020 dal Fondo Monetario Internazionale, si è assistito ad un’espansione dell’incidenza delle società pubbliche a livello globale dovuta soprattutto alla crescita delle grandi società di Stato cinesi.

Circoscrivendo il confronto ai soli Stati europei, e quindi a paesi più omogenei sotto il profilo istituzionale e in termini di sviluppo economico, si rileva come l’incidenza sull’occupazione delle imprese partecipate dallo Stato sia stata particolarmente elevata in Francia e in alcune economie del Nord e dell’Est Europa, mentre al contrario sia stata relativamente contenuta in Italia.

Come rilevato dalla Banca d’Italia, al di là dell’incidenza numerica, si può generare un confronto internazionale tenendo conto di più indicatori per misurare la presenza pubblica nell’economia come illustrato di seguito.

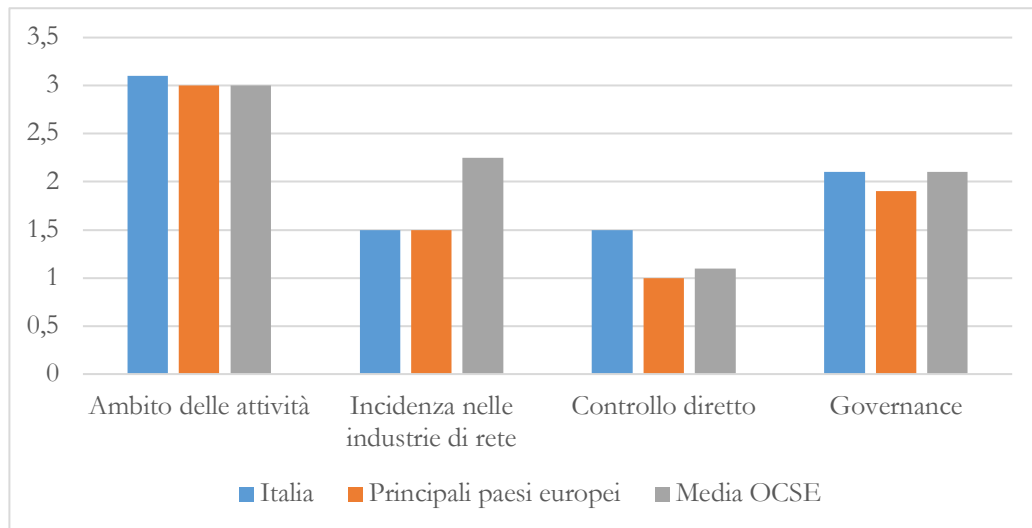


Fig. 1 – Indicatore PMR dell’OCSE relativo alle società pubbliche. (fonte Banca d’Italia)¹

¹ Ogni indicatore assume valori tra 0 e 6, dove a valori più bassi corrispondono un minore livello di presenza pubblica e/o un migliore assetto di *governance*; “ambito delle attività” indica in quanti settori è presente almeno un’impresa a controllo pubblico; “incidenza nelle industrie rete” è calcolato sulla base della quota detenuta da soggetti pubblici nella principale impresa nei settori del gas, dell’elettricità, delle telecomunicazioni, del trasporto ferroviario, aereo e marittimo; “controllo diretto” considera la presenza di almeno un’impresa a controllo pubblico nei settori considerati e l’esistenza di diritti di voto speciali per almeno un’impresa negli stessi settori; “*governance*” misura l’esistenza di una normativa speciale applicabile alle imprese pubbliche e di possibili ingerenze politiche nelle scelte aziendali. I principali paesi europei sono Francia, Germania, Regno Unito e Spagna. Fonte: elaborazioni su dati PMR OCSE, 2018.

Dall'analisi dei risultati ottenuti risulta evidente che in Italia si registrano valori più contenuti rispetto alla media dei paesi OCSE, seppur in linea con le altre principali economie europee, in relazione al coinvolgimento del pubblico nei settori a rete in ragione delle privatizzazioni realizzate in alcuni di essi. D'altro canto, Banca d'Italia sottolinea come proprio in Italia vi sia un più ampio ricorso alle società a controllo pubblico in molti settori di attività; tuttavia, in tali imprese si registra un peggioramento della *governance*.

Le fonti dei dati sull'incidenza attuale delle imprese partecipate da Stato ed enti locali (direttamente e indirettamente) sono abbastanza disarticolate come emerge da uno studio condotto dall'Osservatorio dei conti pubblici italiani dell'Università Cattolica del Sacro Cuore.

Al riguardo si fa presente che, il Ministero dell'economia e delle finanze ha compilato fino al 2017 il “Rapporto annuale sulle partecipazioni delle PA”, una sorta di censimento delle partecipate, per le quali mancano tuttavia alcune informazioni (quali il numero di dipendenti e il volume dei ricavi).

Si ricorda altresì che anche l'ISTAT ha redatto un documento il “Registro delle unità economiche a partecipazione pubblica”, attraverso il quale ha fornito dati aggregati che, al 2017, mostravano come le società partecipate, comprese quelle locali, ammontavano a 6.310 e impiegavano oltre 847.000 dipendenti.

Sempre dal documento dell'Osservatorio dei conti pubblici emerge che secondo le stime di Eurostat dall'anno 1999 all'anno 2019, in Italia, Francia, Germania, Spagna e Regno Unito il livello del valore delle partecipazioni è rimasto stabile o è aumentato nel tempo (ove sia cresciuto il denominatore, cioè il prodotto interno lordo) nonostante le privatizzazioni intraprese nello stesso periodo (Fig. 2).

Il valore delle partecipazioni non vendute a causa, ad esempio, della crisi finanziaria del 2008, risulta in aumento in tutti e quattro i paesi; tale fenomeno potrebbe trovare spiegazione sia nell'inflazione, sia nel miglioramento degli indicatori economico finanziari dovuti a regole di *governance* più trasparenti delle imprese pubbliche e alla maggiore aderenza del loro operato al mercato (come spesso suggerito e auspicato dall'Unione Europea).

Dai dati Eurostat riportati nello studio di cui sopra emerge che “il valore delle partecipazioni pubbliche rispetto al Pil in Italia è sempre stato al di sotto dello stesso dato per Francia, Germania, Spagna (salvo per un breve periodo nel 2004) e, tranne che nel 2019, addirittura per il Regno Unito, in cui negli ultimi decenni lo Stato ha svolto un ruolo limitato”.

Conseguentemente lo studio trae la conclusione secondo cui “nell'assetto attuale, le imprese pubbliche non stiano svolgendo quel ruolo strategico che invece svolgono negli altri principali paesi europei e, in particolare, in Francia e Germania”.

Dal grafico di seguito riportato si evince il *trend* temporale del valore delle partecipazioni rispetto alla dimensione dell'economia; tuttavia, tale spaccato potrebbe fuorviare nella valutazione del ruolo delle imprese pubbliche nei diversi paesi, soprattutto in alcuni settori strategici.

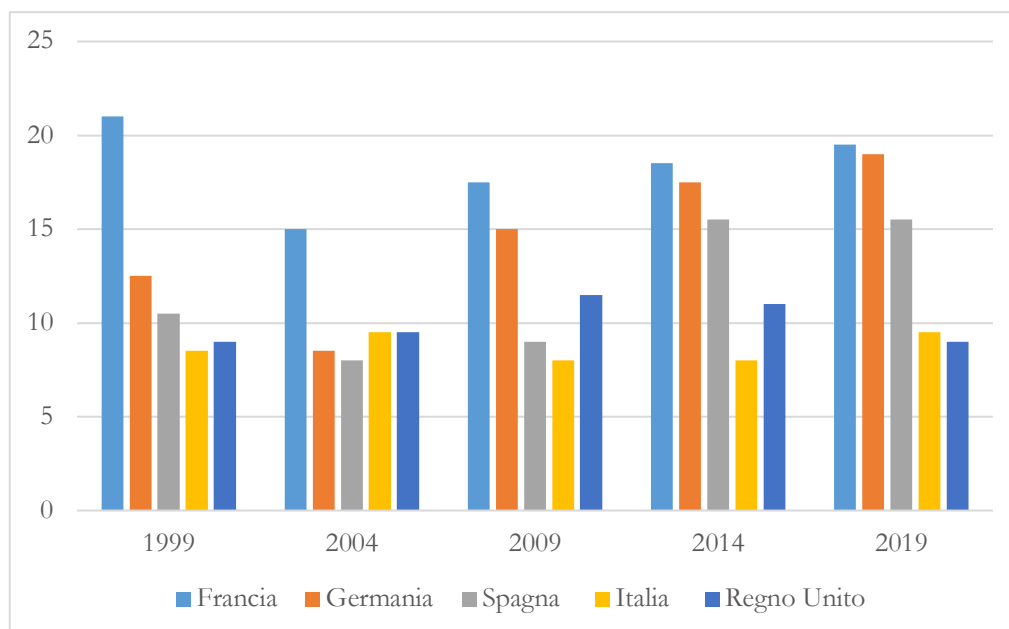


Fig. 2 – Valore delle partecipazioni pubbliche a confronto in percentuale al Pil
(Fonte OCPI su dati Eurostat e Banca d'Italia – Dato francese 2019 basato su dati 2018)

In Italia la presenza di piccole e medie imprese, in termini di produzione e di impiego, è particolarmente sviluppata rispetto agli altri paesi europei; tale considerazione, alla luce del fatto che l'intervento dello Stato, nei termini di investimento pubblico, è stato finora sempre indirizzato alle grandi imprese, rende evidente che la presenza dello Stato Azionista in Italia appaia più contenuta rispetto al prodotto interno lordo.

Alla luce di quanto detto, per avere un'idea dell'intervento dello Stato, risulta, quindi, più efficace utilizzare dati focalizzati sulle grandi imprese.

Dallo studio condotto dall'Università Cattolica emerge che in Italia 13 tra le 50 società italiane non bancarie più grandi sono partecipate (direttamente o indirettamente) dallo Stato e impiegano circa 556.000 dipendenti sugli 1,6 milioni impiegati da queste maggiori 50 (ovvero una quota pari ad oltre il 34%).

Stesso ordine di dimensioni ha lo Stato Azionista in Francia: delle 50 maggiori società, 15 sono partecipate dalla Pubblica Amministrazione e rappresentano circa il 30% dell'impiego. In Germania, le partecipate pubbliche sono solo 6 sul medesimo campione di 50 e impiegano comunque più del 25 per cento dei dipendenti delle medesime 50 società prese a riferimento.

In Spagna, invece, lo Stato è molto meno attivo tra le imprese strategiche, impiegando, attraverso solo 5 partecipate, il 7,1% della forza lavoro delle maggiori 50 società non bancarie.

Infine, il Regno Unito non possiede alcuna partecipazione nelle sue 50 maggiori imprese non bancarie e nel frattempo ha inoltre ceduto molte delle partecipazioni bancarie acquisite con i salvataggi del 2008/2009 (Tab. 3).

	Italia	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
Numero Società	13	15	6	5	0
Numero dipendenti (migliaia)	556	1.938	1.681	158	0
Percentuale Dipendenti (sul totale delle 50 società più grandi)	34,3%	29,0%	25,5%	7,1%	0%

Tab. 3 – Confronto partecipazioni pubbliche strategiche tra le 50 società più grandi (non bancarie)
(Fonte OCPI su dati Orbis 2019)

In conclusione, in questa nuova classifica, l'Italia si mantiene a un livello simile rispetto alla Francia, nonché leggermente superiore ad essa per quanto riguarda la quota di impiego.

In altre parole, il ruolo dello Stato italiano nelle maggiori imprese non appare più ridimensionato che altrove, nonostante il minor valore contabile delle partecipazioni italiane (Fig. 2) e le dimensioni contenute delle stesse.

Infatti, come si può leggere dalla Tab.3, pur impiegando circa un terzo dei dipendenti delle corrispondenti francesi e tedesche, le principali partecipate pubbliche italiane hanno comunque una quota superiore al 30 per cento della forza lavoro delle 50 maggiori imprese del Paese.

In conclusione, nonostante le privatizzazioni, il valore delle partecipazioni non è diminuito in modo considerevole in nessuno dei quattro grandi paesi dell'Europa continentale.

È probabile che tutto ciò sia almeno in parte dovuto alla buona performance delle imprese pubbliche o para-pubbliche che hanno beneficiato di una gestione più trasparente ed efficiente, grazie alla privatizzazione di diritto.

3 – I modelli internazionali di governo delle società statali

Per far fronte alle peculiari problematiche afferenti al modello organizzativo quale conseguenza della natura pubblica dei soci, sono state integrate e adattate alle società pubbliche le regole di *corporate governance* comunemente utilizzate nel settore privato. Il riferimento a livello internazionale, che rappresenta una sintesi delle migliori pratiche adottate nei vari ordinamenti, è costituito dalle Linee guida dell'OCSE sulla *corporate governance* delle imprese pubbliche (OCSE, 2015).

Le Linee guida dell'OCSE ruotano intorno a sette raccomandazioni, che forniscono indicazioni per disciplinare l'equo trattamento dei soci e degli altri investitori, le relazioni con gli stakeholder, il rispetto di principi di trasparenza e di standard in materia di contabilità, divulgazione delle informazioni, *compliance* e controllo analoghi a quelli delle società quotate, le responsabilità degli amministratori.

Alcune di esse affrontano questioni particolarmente rilevanti per la tematica delle società pubbliche nel nostro Paese.

In primo luogo, esse si soffermano sul presupposto della proprietà pubblica, che deve tendere alla soddisfazione dell'interesse generale, accompagnato da una valutazione e una revisione periodica di questo requisito.

Inoltre, esse delineano il ruolo dello Stato in tale comparto, tratteggiandolo come un proprietario attivo e informato, che deve assicurare trasparenza, *accountability*, professionalità ed efficacia nella gestione delle proprie società. Infine, esse sottolineano che, quando le imprese pubbliche agiscono sul mercato, deve essere assicurata la parità di condizioni e una concorrenza leale nei confronti delle imprese private.

Secondo l'OCSE il ricorso a una società pubblica è giustificato in alcuni casi quali:

- La fornitura di beni e servizi qualora la proprietà pubblica sia ritenuta più efficace e affidabile rispetto a quella privata;
- La gestione di monopoli naturali quando la regolazione dei mercati si rileva non perseguibile o inefficace;
- La necessità di perseguire degli obiettivi economici e strategici di più ampia portata a tutela dell'interesse generale (ivi compreso il sostegno a delle imprese di importanza sistemica e strategica in caso di difficoltà).

Nelle Linee guida, l'OCSE si sofferma sull'importanza di adottare un documento di orientamento strategico (*ownership policy*) che illustri:

- Le motivazioni sottese alla detenzione delle partecipazioni;
- Gli obiettivi assegnati alle imprese pubbliche;
- Gli strumenti del socio per verificarne il raggiungimento.

Come ben evidenziato anche dalla Banca di Italia, riprendendo le linee guida dell'OCSE, *“in tale contesto, i soci pubblici devono ricercare il giusto equilibrio tra il rischio di essere troppo passivi nella gestione delle partecipazioni e quello di ingerirsi eccessivamente nelle scelte delle società partecipate alla luce dei principi del diritto privato in materia di amministrazione di società. Componente fondamentale della ownership policy è la sua accessibilità obbligatoria, e ciò al fine di garantire l'accountability dell'intero sistema delle partecipazioni pubbliche. Ciò passa anche attraverso consultazioni che consentono agli stakeholders (investitori, fornitori di servizi, sindacati), ma anche agli altri soggetti pubblici coinvolti (commissioni parlamentari, Corte dei conti, ministeri e autorità di regolazione) di far valere il loro punto di vista. Queste logiche, peraltro, rispondono pienamente all'approccio più evoluto di investimento responsabile laddove vengono promossi momenti di confronto con i diversi soggetti portatori di interesse verso l'attività economica svolta dall'impresa a controllo pubblico (così detto “multistakeholder engagement”)”*.

Alcuni di questi orientamenti sono stati ripresi dall'Italia mediante, ad esempio, l'introduzione del rafforzamento dell'obbligo di motivazione da parte dello Stato per la creazione di società o per l'acquisizione di partecipazioni da parte delle amministrazioni pubbliche. Nella motivazione devono essere indicate le ragioni e le finalità che giustificano la scelta, in particolare sul piano della convenienza economica e della sostenibilità finanziaria, e la valutazione comparativa con modalità alternative di gestione del servizio affidato (esternalizzazione o gestione diretta).

Totalmente assente all'interno del TUSP, come rilevato dalla stessa Banca di Italia, è il riferimento a un documento di carattere generale con cui vengano fissate le priorità assegnate alle società in partecipazione pubblica, come accade in altri paesi.

A tal riguardo si ricorda che, con riferimento ai rapporti tra Stato azionista e organo di gestione delle società partecipate dal MEF, tale ministero non esercita, nei confronti delle predette società, attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'Art. 2497 del codice civile, così come sancito da una norma di interpretazione autentica introdotta nell'ordinamento dall'**Art. 19, comma 6, del Decreto-legge 1° luglio 2009, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla Legge 3 agosto 2009, n. 102**, in forza della quale “l'Art. 2497, primo comma, del codice civile, si interpreta nel senso che per enti si intendono i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato, che detengono la partecipazione sociale nell'ambito della propria attività imprenditoriale ovvero per finalità di natura economica o finanziaria”.

In aderenza alle raccomandazioni dell'OCSE, tuttavia, nei paesi del Nord ed Est Europa è molto diffusa, in particolare nell'ambito delle amministrazioni centrali e per le partecipate dirette, l'elaborazione – per via legislativa, da atti dell'esecutivo o da una combinazione delle due – di un documento strategico con cui vengono precisati il perimetro e gli obiettivi delle società pubbliche.

In generale, la *ownership policy* può individuare al tempo stesso obiettivi di natura finanziaria (nei Paesi Bassi e in Svezia, ad esempio, è previsto un determinato tasso di rendimento per ogni impresa pubblica) e legati alla missione di interesse pubblico assegnata alle singole società. Le singole legislazioni

prevedono anche la revisione dell'*ownership policy* a intervalli regolari (ad esempio Finlandia, Norvegia e Germania) o a seconda delle esigenze (Paesi Bassi, Portogallo e Svizzera).

Per quanto riguarda la Svizzera, il documento di *ownership policy* è redatto previa decisione del Governo. Le società pubbliche riferiscono annualmente sui risultati perseguiti e fissati dal documento di *ownership policy*. Anche le assemblee parlamentari sono tenute alla verifica del raggiungimento degli obiettivi prefissati.

In Germania invece l'*ownership policy* non viene fissata attraverso le decisioni del Governo ma ad intervenire nella sua redazione è direttamente il Parlamento Federale. È esplicitamente previsto nel sistema tedesco che lo Stato federale partecipi all'interno di un'impresa pubblica solo se in presenza di un interesse pubblico rilevante che non può essere perseguito in modo più efficiente se non attraverso la partecipazione pubblica. L'importanza e attenzione riservate dal Governo Federale alle tematiche di preservazione delle regole del mercato e delle concorrenze è ben delineata anche nell'Allegato 1 del presente documento in cui è stata descritta l'analisi delle misure straordinarie di contrasto alla crisi economica causata dalla pandemia Covid-19).

3.1 – Lo Stato nel suo ruolo di azionista

Lo Stato ha il dovere di agire come azionista attivo e competente, capace di garantire che la *governance* delle imprese pubbliche sia esercitata in modo trasparente e responsabile, con un alto grado di professionalità ed efficienza.

Come ampia letteratura economica ha osservato, in virtù dei molteplici rapporti (e spesso conflitti) di agenzia tra Stato azionista e impresa partecipata, nonché della pluralità di ruoli e obiettivi del socio pubblico, è fondamentale individuare specifici presidi attraverso i quali lo Stato possa agire nell'interesse del "proprietario" di ultima istanza che è la collettività, pur nel rispetto dell'interesse del mercato.

Spazio Aperto ritiene che nel contesto italiano - più che in altri sistemi paese - sia da accogliere la raccomandazione OCSE sulla necessità di una chiara identificazione del soggetto incaricato dell'esercizio dei diritti del socio, preferibilmente un'entità che eserciti tali diritti in maniera accentrata. La ragione per questo accentramento di funzioni risiede nella possibilità di garantire **(i)** un maggior allineamento e uniformità con la strategia complessiva nella gestione delle partecipazioni pubbliche, **(ii)** conseguimento di economie di apprendimento e specializzazione di coloro che sono preposti allo svolgimento di tale funzione, **(iii)** garanzia di separazione tra la gestione delle partecipazioni e le altre attività svolte dall'amministrazione. L'attribuzione della gestione delle partecipazioni a un'entità ben identificata serve, inoltre, a consentire un'efficace rendicontazione nei confronti delle istanze rappresentative dell'interesse generale (Parlamento e altri organi intermedi) e dell'istituzione competente per il controllo della gestione finanziaria degli enti pubblici (Corte dei Conti)

Prendendo come riferimento il sistema italiano si nota che il TUSP non manca di identificare il soggetto incaricato di esercitare i diritti di socio per ogni livello di governo.

Tuttavia, sebbene sia individuato il soggetto competente, sembrerebbero esserci alcune lacune in seno agli strumenti che tali soggetti possono adoperare al fine di:

- a) Fissare degli obiettivi alle imprese pubbliche, anche in termini finanziari, di struttura del capitale e di esposizione al rischio, e verificarne l'attuazione;
- b) Prevedere delle procedure sistematiche, trasparenti e fondate sul merito per la nomina degli amministratori;
- c) Definire una chiara politica di remunerazione degli amministratori;
- d) Organizzare un sistema di diffusione dell'informazione per verificare la performance delle imprese pubbliche e il rispetto delle regole di *corporate governance*;
- e) Fissare gli obblighi di trasparenza in termini di informazione finanziaria e non (in caso di società non quotate o dove tali obblighi non siano già diversamente previsti).

Ciò che sembra, quindi, mancare all'interno del sistema italiano sono i meccanismi, gli strumenti e i compiti specifici di *accountability* interna alla gestione delle partecipazioni pubbliche e, sebbene siano stati fatti molti passi in avanti, **l'assetto italiano difetta ancora di meccanismi di professionalizzazione sistematica nella gestione delle partecipazioni pubbliche e appare ancora lontano da quello di alcuni paesi in cui essi trovano concreta attuazione.**

La sola individuazione dei soggetti incaricati della gestione delle partecipazioni, infatti, non può infatti risultare sufficiente per soddisfare quanto suggerito dalle migliori pratiche a livello internazionale.

Di pari passo con l'elaborazione dell'*ownership policy* (che si compone anche di elementi come le *voting policies*) sono previsti, in vari ordinamenti, organi preposti alla gestione centralizzata delle partecipazioni. Sono considerati dei modelli sotto questo profilo l'*Agence des participations de l'Etat* in Francia, *UK Government Investments* nel Regno Unito e il *Government Ownership Steering* in Finlandia.

Tratto comune di tali istituzioni sono:

- a) L'esercizio di compiti di indirizzo strategico per la gestione delle società a partecipazione statale;
- b) L'elaborazione di *guidelines*, (in taluni casi vere e proprie indicazioni) per la gestione delle singole società;
- c) La predisposizione di strumenti informativi nei confronti degli *stakeholders* esterni volti a garantire l'*accountability* di tutto il sistema delle società in partecipazione pubblica.

Peraltro, si può osservare che anche laddove la gestione delle partecipazioni è "decentralizzata", sono state create istanze di coordinamento per favorire una gestione unitaria e avviare processi di valorizzazione del patrimonio partecipativo pubblico come in Svezia, Lettonia, Slovacchia (OCSE, 2020).

Tra l'altro l'OCSE nelle sue linee guida del 2018 in materia di “*Ownership and Governance of State-Owned Enterprises*” raffronta i diversi modelli di *ownership* implementati dai paesi presi a riferimento dalla stessa. A fini di questo lavoro sono stati presi in considerazione i seguenti paesi: Francia, Germania, Inghilterra, Finlandia e Italia.

Purtuttavia dal documento OCSE si evince che tutti i principali paesi analizzati adottano una *ownership policy* attraverso modelli “centralizzati” o di tipo “dualistico”.

3.2 – La Francia

Nel 2004 è stata creata a livello statale l'*Agence des participations de l'Etat* (APE), che esercita i compiti dell'azionista nelle imprese controllate o partecipate dallo Stato. Questa agenzia risponde direttamente al Ministro dell'economia che, per suo tramite, invia ogni anno una “*mission letter*” contenente gli obiettivi da raggiungere da parte di ogni organo amministrativo delle società controllate dallo Stato.

Al vertice dell'APE si trova un commissario (*commissaire aux participations de l'Etat*), che ha un ruolo attivo nella conduzione della politica dello Stato azionista sotto il profilo economico, industriale e sociale. Difatti l'APE interviene tanto sul piano della strategia dello Stato che sul piano delle scelte di *governance* che riguardano le singole società. In particolare, sul piano strategico, l'APE esamina la situazione economico-finanziaria delle imprese pubbliche, formula delle proposte al Ministro dell'economia per quel che riguarda la strategia da seguire e dà esecuzione alle decisioni adottate in materia di partecipazioni pubbliche. Non da ultimo l'APE esamina i principali progetti di investimento e di finanziamento delle imprese pubbliche, oltre agli accordi (commerciali, di cooperazione, di ricerca e sviluppo) che esse concludono.

Di seguito si richiamano le principali attività svolte dall'APE:

- Acquisisce mensilmente dalle società partecipate relazioni contenenti i principali indicatori economico-finanziari e indicatori qualificanti della gestione;
- Incontra periodicamente le società partecipate per approfondire l'evoluzione della gestione, le strategie e il *budget*, anche con la partecipazione dei Ministri e dei Commissari di riferimento;
- Organizza tavoli tecniche qualora siano previsti investimenti eccezionali o operazioni rilevanti;
- Condivide con le società partecipate i criteri di redazione del bilancio d'esercizio;
- Valuta le modalità più opportune di interventi sul capitale delle società partecipate;
- Verifica la implementazione di norme e procedure decise a livello nazionale.

Inoltre, rispetto alle singole società l'APE provvede a:

- a) Rappresentare lo Stato nelle assemblee degli azionisti;
- b) Coordinare le posizioni assunte dai rappresentanti dello Stato negli organi amministrativi delle società pubbliche;

- c) Valutare l'operato dei dirigenti delle imprese pubbliche;
- d) Controllare la gestione finanziaria delle imprese pubbliche;
- e) Proporre modifiche statutarie e dare esecuzione alle operazioni di capitale.

Tutto ciò è contenuto e reso pubblico all'interno di un rapporto annuale al Parlamento, allegato al disegno di legge di bilancio. Tale rapporto contiene l'analisi della situazione economica di tutte le imprese pubbliche e dà conto di tutte le operazioni di privatizzazione realizzate nell'anno. Inoltre, esso sintetizza l'attività svolta dall'APE nell'esercizio della funzione di azionista, con particolare riferimento alla strategia commerciale e industriale e alla gestione delle risorse umane delle imprese pubbliche.

Facendo riferimento al 2019 si ricorda come l'APE abbia incassato circa 2,3 miliardi di dividendi e abbia realizzato circa 3,054 miliardi da operazioni di cessioni, gestendo un portafoglio di circa 85 società controllate direttamente o indirettamente.

Ciò a seguito dell'azione intrapresa dal Governo nel 2017 per focalizzare maggiormente il portafogli dell'Agenzia volendo affrontare le sfide della transizione ecologica in un contesto di forti vincoli per le finanze pubbliche. Conseguentemente il Governo ha deciso di agganciare la motivazione di intervento dello Stato, tramite l'APE, rispetto a tre fattispecie diverse:

- Aziende strategiche che contribuiscono alla sovranità del Paese (difesa e nucleare);
- Aziende che partecipano a missioni di servizio pubblico, o di interesse generale nazionale, o locale, per cui la regolamentazione o la conformazione micro-economica del settore sarebbero insufficienti o inadeguate a preservare gli interessi pubblici;
- Aziende in difficoltà la cui scomparsa potrebbe comportare un rischio sistemico.

Tale approccio è risultato al Paese particolarmente utile allorché ha dovuto organizzare gli ingenti investimenti sottesi alle misure di ri-patrimonializzazione delle imprese a seguito della recente pandemia Covid-19 (si rimanda all'Allegato 1 per una disamina più approfondita di questo aspetto).

3.3 – Il Regno Unito

Nell'aprile 2016, *The Shareholder Executive*, organismo istituito nel 2003 in seno al *Cabinet Office* attraverso cui il Governo britannico gestiva le sue partecipazioni, ha costituito, con *UK Financial Investments* ("UKFI"), una nuova *holding*: *UK Government Investments* ("UKGI").

UKGI esercita i diritti dell'azionista per tutte le imprese controllate dallo Stato, oltre a gestire i processi di privatizzazione. Esso ha struttura societaria è gestito da un consiglio di amministrazione ed è controllato interamente da *HM Treasury*. L'attività di UKGI si articola principalmente su tre assi: societario, finanziario e commerciale. Infatti, UKGI:

- a) Assicura una gestione efficiente delle società pubbliche, migliorandone la strategia e la *governance*;
- b) Fornisce consulenza per l'individuazione di soluzioni finanziarie in situazioni di crisi;
- c) Fornisce consulenza su tutte le principali questioni di finanza al governo del Regno Unito;

- d) Interviene nelle cessioni degli *asset* pubblici al settore privato;
- e) Supporta le negoziazioni del Governo britannico con gli operatori privati;
- f) Supporta le imprese pubbliche per migliorare la loro presenza sul mercato a tutela della libera concorrenza.

UKGI, come prima di esso *The Shareholder Executive*, predispose un rapporto annuale delle sue attività, che viene presentato al Parlamento.

Tale rapporto contiene una panoramica sui principali dati finanziari delle società dello Stato (fatturato margine operativo, patrimonio netto) e una rendicontazione delle attività svolte e delle risorse impiegate, oltre ad una descrizione delle imprese controllate dallo Stato e dell'attività di consulenza o supporto (ove prestata) nei confronti delle stesse.

3.4 – La Germania

Diversa è la gestione delle partecipate in Germania dove lo Stato può intervenire nel mercato in diversi modi e forme: basti ricordare che esiste una primissima bipartizione tra l'attività di controllo e quella di partecipazione (diretta ed indiretta) all'economia.

In particolare, nel caso di intervento diretto nell'economia, lo Stato può intervenire con una propria amministrazione o con un'impresa in mano pubblica.

Per questo è opportuno distinguere tra *öffentliches Unternehmen* (società pubbliche), *öffentliche Anstalt* (ente di diritto pubblico) e *öffentliche Einrichtung* (istituzione pubblica), ricordando che solo quest'ultima tipologia è parte dell'amministrazione pubblica, seppure non debba essere necessariamente un'azienda o impresa a carattere economico.

Va altresì ricordato che lo Stato tedesco quando decide di entrare nell'economia non ha particolari vincoli circa la forma giuridica con cui ritiene di farlo.

In Germania, infatti, l'intervento pubblico in economia, oltre al caso rilevante dell'impresa comunale (*Gemeinde*), risulta particolarmente ampio, spaziando da prestazione di servizi pubblici ad attività puramente economiche non connotate da una specifica finalità pubblica. In tal senso la posizione dello Stato imprenditore si evidenzia quando questo interviene per motivi puramente economici (*fiskalische Verwaltung*) piuttosto che per garantire un servizio pubblico essenziale (*Daseinversorge*). Talvolta, inoltre, lo Stato agisce in condizioni eccezionali, sottraendosi alle regole di concorrenza: è il caso dei monopoli pubblici, che possono essere di due tipi, a seconda che adempiano a compiti essenzialmente tributari (*Finanzmonopolen*) o a finalità pubbliche (*Verwaltungsmonopolen*).

La regolamentazione pubblicistica è molto frequente nel caso di compiti pubblici e vari sono gli strumenti utilizzati: le aziende a gestione diretta (*Regiebetrieb*), le aziende autonome o municipalizzate (*Eigenbetrieb*) e gli enti con personalità giuridica (*Rechtsfähigen Anstalt*), mentre ricadono nell'ambito del

diritto privato le Società per Azioni (*Aktiengesellschaft* o AG) e le Società a Responsabilità Limitata (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* o GmbH) a partecipazione statale. La scelta di una forma giuridica piuttosto che di una altra è scevra dal tipo di attività imprenditoriale svolta dallo Stato, potendo la stessa consistere nell'adempimento di compiti pubblici piuttosto che nell'intervento puramente economico. Si ricorda che le partecipazioni federali in imprese private o pubbliche a “vocazione commerciale” devono soddisfare determinati presupposti come previsto dalla sezione 65 del Codice di Bilancio federale. In particolare:

- a) La partecipazione deve comportare un interesse federale sostanziale che non può essere soddisfatto in modo più efficace o efficiente in termini di costi con altri mezzi;
- b) L'obbligo del Governo Federale di versare i contributi deve essere limitato ad un ammontare predeterminato;
- c) Il Governo Federale deve avere un'influenza adeguata nell'organo di vigilanza della società;
- d) La contabilità e la rendicontazione finanziaria devono essere eseguite in conformità con le disposizioni del Codice Commerciale relative alle grandi società e i revisori devono condurre audit obbligatori.

Le partecipazioni non possono essere acquisite o modificate senza il previo consenso del Ministero federale delle finanze (in quanto ministero responsabile del bilancio) e del Ministero responsabile degli asset di Stato.

Per quanto attiene al modello di *Ownership* quello adottato dalla Germania è di tipo duale: Il Ministero delle Finanze definisce il quadro e fornisce le indicazioni generali per la gestione delle partecipazioni pubbliche; l'implementazione di tali indicazioni, mediante linee guida pubbliche, è rimessa ai dipartimenti/ministeri di competenza specifica.

3.5 – La Finlandia

Con la Legge 1368 del 2007 la Finlandia ha centralizzato la gestione delle partecipazioni statali in capo a una struttura alle dipendenze del Primo Ministro (in inglese, *Government Ownership Steering*); tale struttura risponde però, dal punto di vista politico, a un ministro nel cui settore di competenza non opera nessuna impresa di proprietà pubblica (dal 2019, il Ministro degli affari europei), ciò al fine di operare una netta separazione tra la funzione di azionista da quella di regolatore e operatore.

Sono state, inoltre, emanate delle linee guida per l'esercizio dei diritti dell'azionista pubblico, al fine di armonizzare i principi e le modalità operative della gestione delle partecipazioni statali.

A seguito della riforma, le partecipazioni detenute in diverse imprese quotate considerate non strategiche – in cui lo Stato detiene meno del 50% del capitale – sono state conferite alla società *holding*

Solidium Oy, Quest'ultima è posta sotto il controllo della struttura di cui sopra, ma ne è garantita l'indipendenza dal punto di vista gestionale e organizzativo.

Solidium Oy è una *holding* interamente controllata dallo Stato e rappresenta una dei principali azionisti di undici società quotate (con quote di minoranza). La sua missione è quella di rafforzare e stabilizzare la proprietà dello Stato al fine di aumentare il valore delle sue partecipazioni in ottica di lungo periodo. Le operazioni di *Solidium Oy* sono effettuate a mercato e le decisioni di investimento vengono prese solo quando i prerequisiti finanziari sono soddisfatti.

La *corporate governance* di *Solidium Oy* è organizzata tra l'Assemblea Generale Annuale, il Consiglio di Amministrazione e l'Amministratore Delegato. Le operazioni di *Solidium Oy* rispondono tutte ai principi generali di gestione dettati dal governo finlandese e la stessa si attiene, nell'ambito della propria attività, alle linee guida che il Governo definisce.

Il *Government Ownership Steering* pubblica un rapporto annuale in cui viene presentata la situazione di ogni società. Il rapporto contiene dati quali la remunerazione dei dirigenti delle società, i criteri di nomina, l'impatto delle imprese pubbliche sulla società nel suo complesso e gli elementi di responsabilità sociale. Il rapporto contiene altresì elementi volti a specificare l'interesse strategico alla partecipazione, il *trend* dell'anno per ciascuna partecipata e il confronto tra i principali indicatori finanziari dell'anno di riferimento e l'anno precedente.

4 – Gli amministratori nelle società del Ministero dell'economia e delle finanze

Tra le raccomandazioni dell'OCSE allo Stato azionista vi è la particolare attenzione alla qualità della *governance* delle società pubbliche.

In linea con le migliori pratiche per le imprese private, anche per le società pubbliche l'OCSE evidenzia la necessità di lasciare all'organo amministrativo il più ampio margine d'azione per la gestione della società, rendendolo indipendente da qualsiasi interferenza politica.

La stessa OCSE raccomanda che l'organo amministrativo sia pienamente responsabile della conduzione strategica dell'impresa e sovrintenda integralmente alla sua gestione.

Secondo l'OCSE tale obiettivo verrebbe raggiunto più agevolmente qualora il potere di nomina venga conferito al soggetto incaricato della gestione accentrata delle partecipazioni. Le nomine dovrebbero essere fondate sulla valutazione dell'esperienza e delle competenze, tenendo conto dell'operato del Consiglio d'Amministrazione uscente e della strategia di lungo periodo della società.

L'OCSE suggerisce di perseguire tali obiettivi tramite la creazione di una commissione specializzata (*public board*), dotata di un potere consultivo, a garanzia del processo di nomina per quanto attiene all'

indipendenza e alla professionalità dei soggetti destinati alla futura carica; sia dalla costituzione di una banca dati dalla quale attingere possibili profili per la nomina dei rappresentanti negli organi amministrativi o di controllo o dal ricorso ad altri strumenti equivalenti, quali l'utilizzo di società specializzate (i cosiddetti *head hunter*) o mediante la pubblicazione di interPELLI a livello internazionale. Al contempo però l'OCSE suggerisce l'implementazione di meccanismi di valutazione periodica del funzionamento dell'organo amministrativo, nonché – a monte – richiama alla necessità di prevedere una procedura strutturata per la nomina degli amministratori delle società pubbliche attraverso un processo di selezione che possa condurre alla nomina di soggetti diversificati per genere, formazione e percorso professionale. Inoltre, dal 2018 l'OCSE auspica che vi sia l'adozione di pratiche per migliorare l'efficienza e le prestazioni dell'organo amministrativo con particolare riguardo alla formazione degli amministratori, in maniera che gli stessi siano ben informati delle loro responsabilità.

A tal riguardo si ricorda che per le società del Ministero dell'economia e delle finanze le nomine, le designazioni e gli atti analoghi spettano all'organo di governo e quindi al Ministro pro tempore ai sensi dell'Art. 4 comma 1 lettera e) del D. Lgs. n. 165 del 2001.

In particolare, per le società partecipate dallo Stato, già dal 2013 il Ministero dell'economia e delle finanze ha provveduto a:

- a) Fisare i requisiti per l'eleggibilità degli amministratori;
- b) Prevedere una procedura di selezione dei candidati alla carica di amministratore.

Tale procedura è stata aggiornata di recente dalla Direttiva del Ministro dell'economia e delle finanze del 31 marzo 2021 in cui si stabilisce testualmente che il Dipartimento del Tesoro:

- a) Assicura, entro il mese di gennaio di ciascun anno, la pubblicazione nel sito del Ministero dell'economia e delle finanze delle posizioni in scadenza;
- b) Procede a formalizzare un appunto tecnico con l'indicazione della tempistica delle assemblee, dei requisiti statutari e di legge applicabili ai singoli rinnovi degli organi societari;
- c) Cura l'istruttoria di carattere qualitativo e attitudinale dei potenziali candidati alla carica, predisposta con il supporto delle suddette società specializzate con riferimento ai data base disponibili e alle indicazioni dell'Organo di indirizzo politico;
- d) All'esito dell'individuazione dei nominativi da indicare nelle liste o da presentare in assemblea, provvede ad acquisire dagli interessati l'autocertificazione relativa al possesso dei requisiti soggettivi e di eleggibilità e al curriculum vitae;
- e) Predisporre un appunto tecnico per acquisire le indicazioni di voto in merito alle singole società dall'Organo di indirizzo politico (formalmente il Ministro dell'economia e delle finanze).

Quanto alle procedure da utilizzare per i rinnovi degli organi sociali nelle società controllate indirettamente dal Ministero dell'economia e delle finanze, ad esclusione di quelle con titoli azionari quotati o controllate da società con titoli azionari quotati, il Dipartimento del Tesoro assicura la medesima procedura di cui sopra raccomandando alla società capogruppo:

- a) Di approvare tempestivamente un regolamento in materia di selezione e nomina di membri degli organi sociali delle società partecipate, nonché, tra l'altro, dei seguenti criteri;
 - di valorizzare le competenze interne dei dipendenti del gruppo per l'assunzione della carica di amministratore;
 - di astenersi dal nominare amministratori della capogruppo a meno che siano attribuite ai medesimi deleghe gestionali a carattere continuativo nella stessa capogruppo;
 - di seguire il principio di onnicomprensività della remunerazione con obbligo di riversare i relativi compensi.
- b) In occasione dei rinnovi svolgano un'istruttoria di carattere qualitativo e attitudinale dei potenziali candidati, comprensiva della verifica dei requisiti di eleggibilità, predisponendo una dettagliata e motivata relazione illustrativa dei processi valutativi seguiti;
- c) Comunicando, prima di procedere alla nomina dei componenti degli organi, l'esito dell'istruttoria inviando tempestivamente la sopra citata relazione illustrativa, comprensiva dei documenti relativi alla procedura seguita, al Ministro dell'economia e delle finanze affinché il Dipartimento del Tesoro verifichi il rispetto dei criteri e delle procedure per la nomina.

Uno studio di Banca d'Italia condotto sui dati del Ministero dell'economia e delle finanze e delle camere di commercio in materia di *governance* delle società pubbliche e i relativi indicatori di performance è stato condotto sui dati del bilancio 2018. In tale studio è stato analizzato il risultato di esercizio in rapporto al fatturato (al fine di ottenere un indice di profittabilità) e l'incidenza del costo del lavoro in rapporto al fatturato (per ottenere l'indice di efficienza operativa).

Tale studio ha mostrato come la presenza di *manager* con maggiore esperienza all'interno del Consiglio di Amministrazione è associata ad una maggiore profittabilità e a una minore incidenza del costo del lavoro di circa 6 punti percentuali; viceversa, se ci si riferisce ad amministratori di derivazione politica si nota che il risultato è opposto.

Alla luce delle raccomandazioni OCSE e tenuto conto delle indicazioni di Banca d'Italia, si rileva che per quanto concerne le caratteristiche generali e personali dei componenti il Consiglio di Amministrazione, sia opportuno che:

- Vi sia un'equilibrata combinazione di profili, attitudini ed esperienze sviluppate nell'ambito di settori industriali con particolare attenzione a temi di natura strategica, gestionale, operativa, finanziaria e di controllo;
- Siano direttamente presenti in Consiglio, con il ruolo di amministratori esecutivi, alcuni dei manager della società, tenuto conto della posizione e del *background* individuale di volta in volta posseduto, al fine di garantire, con le loro specifiche competenze, continuità e conoscenze specialistiche dell'azienda e del mercato in cui opera la società;
- Sia garantita la dialettica assicurata dagli amministratori indipendenti, basata sulla presenza di un congruo numero di questi ultimi, secondo i parametri indicati dal Codice di Autodisciplina, che consenta altresì di avere la possibilità, a giudizio del Consiglio di volta in volta in carica, di chiamare a comporre i comitati interni solamente amministratori indipendenti, con un'adeguata distribuzione degli incarichi;
- Siano tenuti in considerazione il cumulo di incarichi e la disponibilità di tempo che i candidati alla carica di Amministratore potrebbero garantire nell'esercizio dell'incarico, ritenendole componenti chiave per l'efficace svolgimento del ruolo (su tale punto si tenga come riferimento il D.M. del 15 dicembre 2020 in materia di requisiti degli esponenti bancari *Fit & proper*);
- Siano debitamente promosse le differenze di *background*, in particolare l'esperienza internazionale (a prescindere dalla nazionalità) e la diversità di genere;
- Sia assicurata la distribuzione della *seniority* degli amministratori, ritenendo un valore aggiunto la diversificazione anagrafica, ma anche il ricambio costante, con la previsione di limiti nel numero degli anni di carica e di età anagrafica.

Pertanto, risulta evidente come la scelta degli amministratori del Consiglio di Amministrazione sia non solo un passaggio di fondamentale importanza, ma debba essere accuratamente normato dal legislatore nazionale. A tal riguardo si ricorda che il TUSP prevede un'applicazione generalizzata dell'obbligo di selezionare gli amministratori secondo criteri di onorabilità, professionalità e autonomia, rinviando la fissazione dei relativi requisiti a un decreto del Presidente del Consiglio dei ministri che tuttavia ancora non è stato adottato. Tale decreto, nel rispetto delle indicazioni OCSE, dovrebbe quindi introdurre un meccanismo per incentivare una selezione dei soggetti destinati a ricoprire il ruolo di amministratore nelle società pubbliche, che vada oltre gli aspetti giuridico-formali e le pur importanti esigenze di integrità e riduzione dei costi, così da rispondere alla crescente richiesta e necessità di professionalizzazione degli amministratori delle società pubbliche.

Ad ultimo si ricorda inoltre che l'OCSE sottolinea l'importanza della rappresentanza dei dipendenti nei Consigli di Amministrazione, dal momento che ove prevista tale rappresentanza, se esercitata in modo efficace, contribuisce alla migliore gestione dell'azienda.

4.1 – I compensi degli amministratori

Secondo l'OCSE la definizione della politica di remunerazione degli amministratori nelle società pubbliche deve perseguire due obiettivi:

- a) Consentire il perseguimento degli interessi dell'impresa a medio e lungo termine;
- b) Attrarre professionalità qualificate.

L'OCSE sostiene che le remunerazioni degli amministratori delle società pubbliche che operano sul mercato dovrebbero essere allineate su quelle del settore privato. Tuttavia, viene riconosciuto il rischio che tale livello di remunerazione (generalmente più alto di quello applicato nel settore pubblico) possa suscitare reazioni negative nell'opinione pubblica.

Inoltre, l'OCSE raccomanda di stabilire una chiara politica di remunerazione per i Consigli di Amministrazione ove venga promosso l'interesse a lungo e medio termine dell'impresa e al fine di attrarre e motivare e professionisti qualificati.

Le esigenze di contenimento della spesa pubblica e la diffusa sensazione dell'esistenza di un vantaggio di cui avrebbero goduto gli amministratori delle società pubbliche, a fronte di risultati considerati deludenti da parte dell'opinione pubblica, hanno indotto il legislatore italiano a introdurre dei limiti alle remunerazioni degli amministratori delle stesse, che potrebbero diminuirne l'attrattiva rispetto al settore privato.

Partendo dalla normativa pregressa, il TUSP prevede la classificazione in fasce delle società pubbliche, sulla base di indicatori dimensionali quantitativi e qualitativi: per le società appartenenti a ogni fascia sono stati stabiliti dei compensi massimi, che non possono superare i 240.000,00 euro annui. Per questa disposizione è, tuttavia, previsto un decreto attuativo, che non è stato ancora adottato. Inoltre, il TUSP precisa che la parte variabile della remunerazione deve essere commisurata ai risultati di bilancio raggiunti nel corso dell'esercizio precedente e non può essere corrisposta in caso di risultati negativi attribuibili alla gestione dell'amministratore. Inoltre, sempre in linea con le esigenze di finanza pubblica è, previsto il divieto di versare ai componenti degli organi sociali gettoni di presenza o premi da corrispondere dopo lo svolgimento dell'attività.

Per quanto riguarda la politica di remunerazione nelle società quotate il quadro di riferimento era originariamente dettato dalla Direttiva 2007/36/CE (cosiddetta “SHRD I”); tale *framework* normativo si poneva l'obiettivo di definire i requisiti relativi all'esercizio dei diritti degli azionisti; tuttavia, ben presto risultò evidente come gli azionisti assumessero rischi eccessivi a breve termine da parte del *management*. In tale contesto è intervenuta, quindi, la direttiva 2017/828/CE (cosiddetta “SHRD II” o “Direttiva”), con lo scopo di migliorare la *governance* delle società quotate e di rafforzarne la

competitività e la sostenibilità a lungo termine, accrescendo la trasparenza degli assetti proprietari e incoraggiando la partecipazione attiva dei loro azionisti.

In particolare, i considerando della SHRD II chiariscono che la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e pertanto è opportuno che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società

Il D. Lgs. n. 49 del 2019, che ha recepito le disposizioni della SHRD II, introduce altresì alcune rilevanti novità con riferimento alla relazione sulla remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche di società quotate, prevista dall'Art. 123-ter del TUF, ora rinominato “Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti”.

Le nuove previsioni in materia di remunerazione sono volte a contribuire alla realizzazione degli obiettivi delineati in ambito europeo, promuovendo la sostenibilità nel lungo termine delle società, attraverso un maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario e, nella specie, nella definizione delle politiche retributive.

In particolare l'Art.123-ter del TUF prevede un voto vincolante dell'assemblea sulla prima sezione della relazione sulla remunerazione che deve descrivere “in modo chiaro e comprensibile” la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo nonché, “fermo restando quanto previsto dall'art. 2402 del codice civile, dei componenti degli organi di controllo”; è previsto un voto meramente consultivo da parte dei soci, invece sulla seconda sezione della relazione, chiamata a fornire “in modo chiaro e comprensibile” un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione degli organi di amministrazione e controllo e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Come precisato dal nuovo comma 3-bis del citato Art.123-ter, la politica di remunerazione, in linea con il ricordato considerando, deve contribuire “alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società”, illustrando “il modo in cui fornisce tale contributo”.

A tali indicazioni di agganciare gran parte della remunerazione dei manager a obiettivi di lungo periodo si sono allineati gran parte dei paesi europei.

Per quanto concerne l'esperienza della Francia, lo Stato è stato promotore per le proprie partecipate di una significativa revisione delle remunerazioni dei manager pubblici: è stato fissato un tetto ai compensi

pari a 450.000 euro. Lo Stato assicura la corretta applicazione delle disposizioni della *Loi Sapin 2* del 2016 in materia di approvazione ex ante vincolante (sui principi di remunerazione) ed ex post (in base ai risultati ottenuti) del compenso previsto da parte dell'assemblea generale degli azionisti ("say on pay"). La recente modifica, consentita dalla *Loi PACTE* del regime francese "say on pay" ha esteso questo sistema di compensi a tutte le società incluse quelle quotate. L'azionista Stato inoltre tiene conto delle raccomandazioni del codice di *governance Afep-Medef* applicabile alle società quotate in materia di:

- Limitazione del numero di incarichi di amministratore esecutivo;
- Gestione del rischio;
- Dialogo con gli azionisti;
- Diversità del consiglio di amministrazione e dei suoi comitati;
- Promozione della creazione di valore a lungo termine
- Rafforzamento del dovere di vigilanza e ragion d'essere dell'impresa.

In tema di differenziali retributivi, il codice *Afep-Medef* prevede che il consiglio di amministrazione includa nella relazione annuale sul governo societario informazioni sui coefficienti che consentono di misurare le differenze tra i compensi degli amministratori esecutivi e quelli dei dipendenti della società.

5 – La proposta di Spazio Aperto

Le Linee guida dell'OCSE insistono sulla necessità che le società a partecipazione pubblica siano sottoposte alle regole di diritto comune come gli altri operatori presenti sul mercato.

L'OCSE rileva che la proprietà pubblica è diffusa in molti ambiti di attività economica e il relativo assetto di *governance* risulta meno efficiente rispetto alla media dei paesi avanzati. Il legislatore è pertanto intervenuto a più riprese nel tentativo di correggere le inefficienze del comparto, da ultimo con il più volte citato TUSP.

Sul piano normativo, il TUSP ha l'aspirazione di concludere un lungo e difficile percorso, avviato alla fine degli anni Novanta, caratterizzato da numerosi interventi legislativi – spesso in contrapposizione – adottati nel tentativo di razionalizzare il numero, gli ambiti d'intervento e le modalità di funzionamento delle partecipate pubbliche.

Al fine di allineare l'Italia alle migliori pratiche internazionali in materia di *governance* delle società pubbliche con particolare riferimento alle società partecipate dallo Stato e al fine altresì di auspicare il pieno coinvolgimento delle stesse nell'ambito dell'implementazione delle missioni del PNRR quali linee guida per la futura politica industriale del Paese, si ritiene che si debba valutare l'adozione di ulteriori "buone pratiche" rispetto a quelle già esistenti per le società partecipate dallo Stato.

La proposta di Spazio Aperto consiste in 4 punti che, attuati congiuntamente, possono migliorare l'efficienza del comparto e allineare l'Italia alle raccomandazioni internazionali:

1. Scelta degli Amministratori

La scelta degli amministratori da parte dei responsabili politici consente, in un sistema amministrativo policentrico come il nostro, di ricondurre al circuito della responsabilità politica aree dell'amministrazione che vengono organizzate in maniera separata ma potrebbe degenerare nell'abuso da parte dei partiti del sistema delle nomine.

Si auspica a livello statale, in linea con quanto richiesto dall'OCSE e con quanto emerge altresì dallo studio effettuato alla Banca di Italia in termini di *accountability* della gestione delle partecipazioni, di affidare la scelta degli amministratori ad un soggetto specificamente preposto alla gestione delle stesse.

In accordo con le prassi internazionali si auspica altresì che tale soggetto disponga di un adeguato livello di autonomia anche nella modalità di selezione degli amministratori. Tale soggetto potrebbe essere individuato nel Dipartimento del Tesoro anche alla luce delle competenze affidategli con il DPCM n. 161 del 2020, recante modifiche ed integrazioni al DPCM 26 giugno 2019, n. 103, concernente il regolamento di organizzazione del Ministero dell'economia e delle finanze e con il successivo Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 30 settembre 2021 pubblicato in G.U. l'8 novembre 2021.

Fermo restando che ai sensi dell'Art. 4 comma 1 lettera e) del D. Lgs. n. 165 del 2001 le nomine, le designazioni e gli atti analoghi spettano agli organi di governo - e nel caso di specie al Ministro dell'economia e delle finanze- si potrebbe valutare l'opportunità di completare il sistema qui proposto con l'introduzione di un parere motivato da emettersi da parte del Dipartimento del Tesoro nell'ambito della procedura di scelta dei componenti degli organi sociali nelle società pubbliche.

2. Strategie e creazione di valore

L'OCSE pone particolare enfasi sull'importanza di adottare un documento di orientamento strategico (*ownership policy*) per illustrare le motivazioni che conducono alla detenzione delle partecipazioni, gli obiettivi assegnati alle imprese pubbliche e gli strumenti di cui il socio pubblico si dota per verificarne il raggiungimento. A tal riguardo, il Governo dovrebbe definire i contenuti di tale documento, sull'esempio della procedura di adozione del PNRR, stabilendo, in particolare, gli aspetti più generali e gli obiettivi strategici per il Paese, e quindi implementare un percorso di collaborazione tra Governo e Parlamento. Il documento redatto andrebbe sottoposto secondo

l'esempio europeo a consultazioni che consentono agli *stakeholders*, ma anche agli altri soggetti pubblici di far valere il loro punto di vista.

Il Dipartimento del Tesoro, alla luce delle sue prerogative di azionista, potrebbe, sulla falsariga dell'esempio francese, analizzare la situazione economico-finanziaria delle imprese pubbliche, formulare delle proposte al Ministro dell'economia, coinvolgendo i Ministeri competenti per materia, per quel che riguarda la strategia da seguire al fine del raggiungimento degli obiettivi fissati dal documento strategico di cui sopra e dare successivamente attuazione alle decisioni adottate in materia di partecipazioni pubbliche.

Il documento strategico dovrebbe tener conto di direttrici in grado di favorire il sostegno alla crescita e alla competitività in una logica di "Sistema Paese", mirando ad un'ottimizzazione delle risorse disponibili, verificando la sostenibilità economico-finanziaria dei grandi "progetti Paese". Lo Stato azionista, con logica finanziaria di lungo periodo, garantirà in tal modo il presidio di *asset* nazionali strategici, contribuendo alla crescita economico-sociale del Paese.

Sarebbe altresì da valutare la possibilità di attribuire al Dipartimento del Tesoro (sempre coinvolgendo i Ministeri competenti per materia) la competenza ad esaminare i principali progetti di investimento e di finanziamento delle imprese pubbliche. Altresì opportuna sarebbe la pubblicazione di un rapporto per rendere conto delle attività svolte e verificare il grado di raggiungimento degli obiettivi assegnati, con specifici approfondimenti sulle principali società. Si fa presente che siffatta organizzazione renderebbe ancora più "fruttuosa" la gestione delle partecipate, in quanto il Dipartimento del Tesoro dovrebbe sovrintendere a: *governance*, definizione obiettivi, analisi e *follow-up*, gestione e trasparenza.

L'attività sopra descritta andrebbe calata tuttavia nell'attuale quadro normativo che all'Art. 19, comma 6, del Decreto-legge 1° luglio 2009, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla Legge 3 agosto 2009, n. 102 esclude da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, nei confronti delle suddette società, seppur formalmente l'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'Art. 2497 del Codice civile.

3. La "professione" di amministratore delle società pubbliche

Tenuto conto delle raccomandazioni internazionali riguardo alla maggiore professionalizzazione del ruolo di amministratore delle società pubbliche si potrebbe auspicare la creazione di percorsi mirati volti a facilitare la presenza nel Consiglio di Amministrazione, con ruoli esecutivi, di manager interni al gruppo, tenuto conto della posizione e del background individuale di volta in volta posseduto, al fine di garantire, con le loro specifiche competenze, continuità e conoscenze specialistiche dell'azienda e del mercato in cui opera la società.

A tal riguardo si potrebbe ipotizzare la creazione di una “Academy del Dipartimento del Tesoro” (magari in collaborazione con la SNA – Scuola Nazionale dell’Amministrazione e coinvolgendo il mondo universitario) a cui potrebbero avere accesso alcuni profili selezionati tra le prime linee delle società controllate direttamente e indirettamente dallo Stato al fine di formare i possibili futuri consiglieri delegati. Il percorso potrebbe avere inizio a partire dall’ultimo anno di mandato del Consiglio uscente (durata 6/9 mesi) in maniera tale gli stessi profili potranno poi successivamente essere inseriti nel percorso di selezione per il rinnovo degli organi societari.

4. Ulteriori possibili correttivi

Si propone infine, a completamento delle precedenti proposte di:

- Collegare l’eventuale (ri)candidabilità dell’Amministratore delegato uscente, nell’ambito del processo di selezione per il rinnovo del Consiglio di Amministrazione, a valutazioni di performance di carattere finanziario, economico, ambientale e sociale misurabili tenuto conto degli obiettivi e delle missioni del PNRR.
- Rivedere la politica di remunerazione ridefinendo il *pay mix* delle componenti della stessa (remunerazione fissa, di breve periodo e di lungo periodo) e spostando la parte più significativa della remunerazione sul medio-lungo periodo come auspicato dalle direttive e dalle Prassi europee, al fine di legare la remunerazione dei vertici alla creazione di valore per la società.
- Limitare a due mandati consecutivi la possibilità di essere nominato negli organi sociali, precedendo sempre la presenza di almeno 1 membro del mandato precedente come principio di *legacy*.

ALLEGATO 1

MISURE DI CONTRASTO ALLA CRISI ECONOMICA DERIVANTE DALLA PANDEMIA COVID-19

GERMANIA – “Fondo per la stabilizzazione economica”

1 - Premessa e ambito di applicazione

Per mitigare ulteriormente l'impatto della pandemia Covid-19, il 27 marzo 2020, su proposta del Governo Federale, il Parlamento tedesco (*Bundestag e Bundesrat*) ha adottato una legge (*Wirtschaftsstabilisierungsfonds-gesetz, “WStFG”*) che istituisce un “fondo di stabilizzazione economica” (il “Fondo” o “WSF”) che integra le altre misure di sostegno promosse attraverso i programmi KfW, in particolare il “*KfW 2020 Special Programme*”.

Il Fondo è istituito, pertanto, ai sensi della Legge WStFG ed integra il “Fondo di stabilizzazione del mercato Finanziario” (“*SoFFin*”) che fu creato durante la crisi globale del 2008 per il sistema bancario/finanziario (per esempio utilizzato nel caso di *Commerz Bank*) e ora esteso anche alla “economia reale”.

La Legge WStFG, inoltre, prevede una estensiva sospensione temporanea di obblighi in materia di diritto societario con particolare riferimento alle norme che regolano le acquisizioni.

Al fine di soddisfare la necessità di urgenza, tra gli altri, la Legge WStFG, prevede:

- limitazioni dei diritti degli azionisti di minoranza come l'assunzione di delibere a maggioranza semplice;
- la possibilità di esonerare il Fondo dalla necessità di lanciare un'OPA obbligatoria o prevederne procedure semplificate;
- venir meno della presunzione di azione di concerto se alcuni azionisti “condividono” piani con il Fondo;
- deroghe parziali a leggi nazionali sulla concorrenza;
- esclusione del diritto di recesso (o risarcimento danni) in conseguenza degli interventi del Fondo.

La maggior parte delle misure previste dalla legge WStFG è di un'ampiezza tale che, molto probabilmente, tali misure necessiteranno di una notifica preventiva alla Commissione Europea; inoltre,, sebbene il funzionamento del Fondo si basi su una richiesta volontaria dell'impresa beneficiaria (quindi in senso stretto non si tratta di una “nazionalizzazione”), è altrettanto probabile che la maggior parte delle singole “misure” assunte dal Fondo sarà soggetto di notifica e/o autorizzazione “*case by case*” da parte della Commissione, dati i profili di aiuti di stato e di impatti sulla concorrenza.

2 - Natura e governance

- **Il Fondo non ha personalità giuridica autonoma** come nel caso, per esempio, della costituzione di una holding di partecipazioni o di un fondo di investimento; nondimeno può essere controparte in negozi giuridici di diritto privato e nei giudizi eventualmente da essi derivanti.
- **La gestione amministrativa del Fondo è affidata alla “Finanzagentur GmbH”, l’“Agenzia Federale del Debito”** (l’“Agenzia”).

L’Agenzia è costituita in forma societaria, con organizzazione autonoma e due *executive directors* che dirigono una struttura che impiega 300 dipendenti circa. L’Agenzia è responsabile, per conto del Ministero delle Finanze, della gestione di tutti i servizi di emissione dei titoli sovrani tedeschi, incluso il monitoraggio e la gestione del portafoglio, la definizione delle strategie di *hedging* e l’acquisto sul mercato secondario.

Vale ricordare che a seguito dell’introduzione del richiamato fondo “*SoFFin*”, l’Agenzia è stata incaricata, per conto del Ministero delle Finanze, anche alla gestione delle partecipazioni in *Commerzbank AG*, *Hypo Real Estate Holding AG* e *Portigon AG*.

- **Le singole misure** (ovvero gli interventi del Fondo) sono sì gestite ed eseguite dall’Agenzia ma **sono assunte dal Ministero delle Finanze** (il “*BMF*”), **d’intesa con il Ministero dell’Economia e dell’Energia** (“*BMWi*”).
- Viene, inoltre, istituito a supporto del Fondo un **Comitato Interministeriale** con funzioni di supervisione e consulenza, composto da 1 rappresentante ciascuno dei seguenti soggetti:
 - Cancelleria Federale;
 - Ministero Federale delle Finanze;
 - Ministero Federale dell’Economia e dell’Energia;
 - Ministero Federale del Lavoro e degli Affari sociali;
 - Ministero Federale della giustizia e della protezione dei consumatori;
 - Ministero Federale dei trasporti e delle infrastrutture digitali.
- Il **Ministero delle Finanze** è l’autorità competente per negoziare ogni tipologia di misure di stabilizzazione, rappresentando anche l’**unico “punto di contatto”** con tutte le imprese del Paese che vorranno avvalersi dell’intervento del Fondo. Il *BMF* è anche responsabile della preparazione dell’istruttoria nei confronti del Comitato che si esprimerà a maggioranza semplice dei propri componenti. Il Ministero delle Finanze, in accordo con il Ministero dell’Economia e dell’Energia, può avvalersi di *KfW* per l’esecuzione e gestione di parte delle misure.
- Il **Ministero** è anche il **responsabile ultimo degli indirizzi gestori** delle partecipazioni acquisite nell’ambito delle misure di stabilizzazione e dell’amministrazione degli altri strumenti adottati nell’ambito delle misure di ricapitalizzazione.

3 - Imprese Beneficiarie

- **Imprese non finanziarie** e imprese non costituite come *Special Purpose Vehicle* in ambito di operazioni finanziarie.
- Imprese costituite **da più di due anni** rispetto al 1-gen-2020.
- Imprese in grado di soddisfare **almeno 2 dei 3 seguenti requisiti** (ultimo bilancio approvato prima della richiesta della misura):
 - Attivo di bilancio al 31/12/2019 superiore a €43m;
 - Fatturato superiore a €50m;
 - 249 dipendenti in media di anno.
- **Imprese che non rientrano nella definizione di imprese in difficoltà finanziaria ai sensi del Regolamento Europeo.**

Di seguito vengono richiamati gli ulteriori principi che circoscrivono o definiscono gli ambiti di operatività delle “Imprese Beneficiarie” o ne individuano un ordine di priorità.

4 - Principi di carattere generale

Spetta al BMF, d'intesa con il BMWi, assumere le singole decisioni in merito alle misure di stabilizzazione del Fondo, tenendo debitamente conto dei seguenti principi (in ordine di rilevanza come espressamente previsto dalla legge):

- l'importanza dell'azienda per l'economia tedesca;
- l'urgenza;
- l'impatto sul mercato del lavoro e sulla concorrenza in Germania;
- economicità dell'azione del Fondo e aderenza al principio dell'uso più economico dei fondi pubblici.

I Ministeri devono - peraltro - tenere conto di considerazioni di natura settoriale. Le società beneficiarie, peraltro, devono rientrare in una delle definizioni ex “Regolamento sul Commercio Estero” (provvedimento del Governo Federale del 2013), ovvero, società appartenenti in settori critici per la sicurezza e ordine pubblico della Repubblica Federale per cui **possono applicare limiti all'investimento/proprietà da parte di soggetti extra-UE:**

- Infrastrutture critiche di comunicazione e telecomunicazione, sia fisiche che *software*, e relativi gestori;
- Infrastrutture e gestori di servizi di *cloud* e *cloud computing* secondo determinate soglie di rilevanza;
- *Media companies* che contribuiscono alla formazione dell'opinione pubblica a mezzo radio, televisione, internet o pubblicazione cartacea e caratterizzati da “ampio impatto” (di *audience*);

- *Software houses* nell'ambito della gestione di reti elettriche e che si rivolgono al settore idrico, TLC, settore finanziario o assicurativo, gestione ospedaliera e telemedicina, settore trasporti e approvvigionamento alimentare o aziende appartenenti in settori “di importanza comparabile per la sicurezza o l'economia”.

5 - Le misure: *die Garantien* (garanzie “mercato dei capitali”)

- *Plafond* e oggetto: fino a 400 miliardi di euro di garanzie a fronte di titoli di debito o assimilati emessi dalle “Imprese Beneficarie” in un periodo tra il 28 marzo 2020 e 31 dicembre 2021.
- Finalità: evitare *shortage* di liquidità e favorire il rifinanziamento delle imprese beneficiarie sul mercato dei capitali.
- Durata: ogni singolo intervento non può eccedere la durata di 5 anni/60 mesi.
- Condizioni economiche e altre condizioni: ogni intervento viene assunto attraverso singolo Decreto che stabilisce *case-by-case*: (i) la natura della garanzia, (ii) i rischi che può coprire, (iii) il costo, con il vincolo che sia “*angemessen*” ovvero ‘ragionevole’, eventuali (iv) altri impegni.

6 - Le misure: *Rekapitalisierung* (interventi *equity / equity-like*)

Il Fondo può partecipare alla ricapitalizzazione delle Imprese Beneficarie attraverso l'assunzione di strumenti idonei a garantire una stabilizzazione (i.e. patrimoniale) delle stesse, quali:

- debito subordinato;
- obbligazioni ibride;
- diritti di partecipazione agli utili;
- azioni di risparmio;
- obbligazioni convertibili;
- azioni ordinarie;
- patrimonio segregati.

La dimensione massima dell'intervento è 100 miliardi di euro attraverso autorizzazione all'emissione di nuovo debito federale per pari importo. Si applicano le seguenti principali regole e procedure:

- Il Fondo dovrebbe partecipare solo se esiste un “**interesse federale rilevante nella stabilizzazione dell'impresa e se lo scopo perseguito dal Governo Federale non possa essere conseguito in modo migliore e più economico in nessun altro modo**”;
- A parziale deroga dei criteri dimensionali già richiamati, la misura di “ricapitalizzazione” si estende anche alle società che hanno ricevuto un round di finanziamento (incluso *equity* o *quasi-equity*) dal 1 gennaio 2017 che ha valorizzato l'impresa, in termini di *enterprise value* almeno 50 milioni di euro;

- Il BMF si riserva il diritto (quindi non l'obbligo) di emanare disposizioni (a livello di singolo Decreto) che regolino con maggior dettaglio le condizioni di intervento (come ad es. la percentuale massima di intervento, le condizioni economiche e/o contrattuali dello specifico strumento, etc.).

7 - Termini e condizioni per le misure di stabilizzazione (garanzie e ricapitalizzazione)

- Le misure di stabilizzazione devono fornire una prospettiva “chiara e indipendente” di perseguimento di obiettivi funzionali al solo superamento della pandemia.
- Le società che si avvalgono delle misure di stabilizzazione del Fondo devono offrire garanzie di rispetto di politiche rivolte alla sana e prudente gestione e, in particolare, dovrebbero contribuire a (i) la stabilizzazione delle catene di produzione e fornitura e (ii) la garanzia di posti di lavoro. A tal fine le imprese beneficiarie sono chiamate a ‘negoziare’ con il Ministero e il Comitato le condizioni per rispettare tali previsioni che dovranno rispettare sotto un profilo contrattuale, legale e amministrativo.
- Gli accordi tra l’Impresa Beneficiaria e il Ministero dovrebbero, inter alia, prevedere:
 - politica di remunerazione degli organi sociali e top management;
 - distribuzione di dividendi;
 - assunzione di ulteriore debito;
 - specifiche misure per evitare distorsioni della concorrenza;
 - requisiti di ristrutturazione, anche in termini di relazioni industriali, per specifici settori;
 - la responsabilità degli organi sociali sul rispetto formale e sostanziale dei principi di rilevanza previsti dalla legge istitutiva del Fondo;
 - rappresentanza in Consiglio di Amministrazione / Comitato di Sorveglianza del Ministero che possono, inter alia, essere cooptati dal Comitato o da KfW (in grado di rispettare i requisiti soggettivi e oggettivi previsti dalla normativa bancaria).

8 - La misura *Refinanzierung* dei Programmi Speciali di KfW

Il Fondo può concedere misure di rifinanziamento a favore di KfW in qualità di gestore dei programmi speciali di contrasto dell'emergenza Coronavirus.

Il Fondo (attraverso il gestore, ovvero, l’Agenzia) è autorizzato a finanziarsi sul mercato per un importo fino a 100 miliardi di euro.

FRANCIA – “Fondo per la stabilizzazione economica”

1 - Premessa e ambito di applicazione

Il 15 aprile 2020 il Governo francese ha approvato una proposta di legge, attualmente al vaglio del Parlamento, di correzione della “*Loi de Finances*” per l’anno fiscale 2020. Il dispositivo si intende come ulteriore modifica alla Legge n. 289 del 2020 che aveva già integrato la “finanziaria” approvata nel 2019. Il progetto di legge, ancora in fase di discussione, prevede una serie di estensioni e/o rifinanziamento delle iniziative assunte con decreti di urgenza con riferimento al contrasto dell’emergenza Covid-19 conseguenti alla Legge n. 289 del 2020.

2 - Ricapitalizzazione diretta di imprese strategiche da parte dello Stato

La proposta di legge parte dalla constatazione che l’eccezionale crisi sanitaria sta indebolendo la robustezza patrimoniale di molte **società nel portafoglio dell’Agenzia Statale per le Partecipazioni (l’“Agenzia”) e/o di Bpifrance, nonché altre società strategiche**. L’obiettivo di questo programma di €20mld è sostenere l’economia rafforzando la base patrimoniale di aziende di natura strategica ritenute vulnerabili e la cui situazione potrebbe rivelarsi critica a causa delle conseguenze economiche della crisi sanitaria.

Gli interventi prospettati riguardano:

- aumenti di capitale, *shareholder loans*, prestiti convertibili in società già in portafoglio all’Agenzia e a BPI-France (e CDC);
- acquisizione di azioni, *right issues*, convertibili e altri strumenti rappresentativi del capitale di società di rilevanza strategica;
- acquisti di obbligazioni (a contenuto patrimoniale).

Lo scopo menzionato nel progetto di legge è, genericamente, quello di favorire la sostenibilità delle società che beneficiano di un supporto che viene indicato come “eccezionale”. Sotto un profilo pratico, la misura è caratterizzata dall’obiettivo di: (i) garantire il successo di operazioni di aumento di capitale o (ii) emissioni di titoli obbligazionari (subordinati e/o ibridi), ma anche (iii) il rafforzamento/sostegno dei valori azionari (per esempio in operazioni di secondario di titoli di società quotate).

I parametri indicati per la misurazione dell’efficacia della legge sono essenzialmente legati al controllo dei livelli di indebitamento delle società beneficiare in termini di rapporto con il patrimonio netto).

La misura sarà gestita e coordinata dal Commissario dell’Agenzia.

Successivamente all’approvazione del progetto di legge in parola, questa misura (tra le altre) richiederà l’emanazione di decreti attuativi che ne definiscano i dettagli di applicazione e le regole applicabili, da coordinare con le disposizioni generali e temporanei in materia di aiuti di stato e protezione della concorrenza in sede comunitaria.

3 - Nuove misure a favore delle imprese (esclusi strumenti di capitale)

- **Rifinanziamento di 1 miliardo di euro del “Fondo di Solidarietà e Sviluppo”** a favore di imprese individuali e micro-imprese (in precedenza finanziata solo con un saldo addizionale di 75 milioni di euro). Il Fondo già prevedeva un contributo a fondo perduto di 1.500 euro (elevabili fino a 5.000 euro) per massimo 3 mesi a favore di micro-imprese (<10 dipendenti e autonomi) con fatturato minore o uguale ad 1 milione di euro in caso di perdita del giro d'affari maggiore o uguale al 50% o chiusura amministrativa (provvedimento di *'lockdown'*)
- **Estensione e rifinanziamento dei sistemi di garanzia di prestiti concessi dallo Stato** (attraverso BPI-France). Tale previsione è volta a continuare a mantenere aperto il canale del credito per supportare le attività economiche nella gestione dello *shock* Covid-19 (il piano da 300 miliardi di euro), ampliando e chiarendo la portata dei beneficiari: in particolare, le società che non erano in difficoltà il 31 dicembre 2019 ma sarebbero state inserite nella procedura di salvaguardia dei creditori (prevista dal codice della crisi francese) ora vengono ammesse al beneficio della garanzia nel solo rispetto dei regolamenti europei sugli aiuti di stato. Importante notare, inoltre, che viene chiarito come i prestiti garantiti potranno essere rivolti anche a società finanziarie non direttamente coinvolte nel processo di gestione della garanzia statale, includendo in modo esplicito società di gestione risparmio e altre società finanziarie non creditizie.
- **Rifinanziamento degli schemi assicurativi all'export**, attraverso l'innalzamento da 2 a 5 miliardi di euro del *plafond* dell'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine con il fine di proteggere le imprese, in particolare le PMI e le società a media capitalizzazione, dal rischio di mancato pagamento in un contesto economico in fase di ulteriore deterioramento. La relazione accompagnatoria alla proposta di legge chiarisce che l'attuale scenario potrebbe portare le insolvenze dei clienti nazionali e internazionali delle imprese francesi ad un incremento dal 2% al 15%, in Francia, e raggiungere fino al 25% in alcuni Stati dell'OCSE. In pratica la misura consiste in uno schema di riassicurazione pubblica (“*Cap Franceexport*”) a favore delle compagnie di assicurazione attive in *credit insurance* a breve termine (fino a 24 mesi), gestito da *Bpifrance Assurance Export* con una dotazione da 5 miliardi di euro. La relazione sostiene, peraltro, che il budget proposto è 5 volte superiore a quello attivato nel 2009 dato che l'attuale crisi ha carattere sostanzialmente globale e non è limitata ad alcune aree, osservando, inoltre, che la Germania sta assumendo un pari dispositivo da 30 miliardi di euro.

ITALIA – “Patrimonio Destinato”

1 - Premessa e ambito di applicazione

Il 19 maggio 2020 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il Decreto-legge n. 34 del 19 maggio 2020 (così detto “Decreto Rilancio”, e di seguito, per brevità, il “Decreto”) che, all’art 27, ha autorizzato CDP - Cassa depositi e prestiti S.p.A. a costituire un patrimonio destinato, denominato “Patrimonio Rilancio” (di seguito il “Patrimonio Destinato”), finalizzato al sostegno e al rilancio del sistema economico produttivo italiano indebolito dall’emergenza epidemiologica da “Covid-19”.

Il Patrimonio Destinato sarà finanziato mediante apporti di beni e rapporti giuridici da parte del Ministero dell’economia e delle finanze - che per l’anno 2020 saranno costituiti da titoli di Stato nel limite massimo di 44 miliardi di euro – e supporterà le società aventi sede legale in Italia e un fatturato annuo superiore a 50 milioni di euro.

In data 10 marzo 2021, è stato pubblicato il Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze 3 febbraio 2021, n. 26 (il “D.M.”) recante il “Regolamento concernente i requisiti di accesso, condizioni, criteri e modalità degli investimenti del Patrimonio Destinato”. Il D.M. è entrato in vigore il 25 marzo 2021, e contiene le norme di attuazione del Decreto Rilancio, che ha introdotto – tra l’altro – un regime di aiuti già approvato dalla Commissione europea ai sensi del *Temporary Framework* in materia di Aiuti di Stato. Tale regime prevede, infatti, talune misure di ricapitalizzazione e sostegno finanziario attraverso risorse che saranno amministrate dal patrimonio destinato costituito da CDP ai sensi delle previsioni del Decreto Rilancio e che opererà sulla base delle disposizioni del D.M.

Il Patrimonio Destinato è stato costituito a maggio 2021 con deliberazione dell’assemblea di CDP.

2 - Funzionamento

I beni e i rapporti giuridici apportati dal Ministero dell’economia e delle finanze saranno intestati a CDP, per conto del Patrimonio Destinato, e saranno gestiti da CDP a valere sullo stesso secondo le modalità previste nel Decreto Rilancio, nel D.M. del Ministero, nel Regolamento del Patrimonio Destinato. Il Patrimonio Destinato sarà autonomo e separato dal patrimonio di CDP e risponderà esclusivamente delle obbligazioni assunte dal medesimo, nei limiti di quanto apportato o comunque riveniente dalla gestione. Sul Patrimonio Destinato non saranno pertanto ammesse azioni dei creditori di CDP o nell’interesse degli stessi e, analogamente, sul patrimonio di CDP non saranno ammesse azioni dei creditori del Patrimonio Destinato o nell’interesse degli stessi. In caso di incapacienza, sulle obbligazioni del Patrimonio Destinato è concessa la garanzia di ultima istanza dello Stato, i cui criteri, condizioni e modalità di operatività sono disciplinati dal Decreto del Ministero.

Il Patrimonio Destinato avrà durata di dodici anni dalla sua costituzione. Tale durata potrà essere estesa, o anticipata, con delibera del consiglio di amministrazione di CDP, su richiesta del Ministero.

3 - Operatività e strumenti di intervento

Gli interventi del Patrimonio Destinato sono rivolti a società per azioni, comprese quelle con azioni quotate in mercati regolamentati o costituite in forma cooperativa, aventi cumulativamente tali caratteristiche:

- sede legale in Italia;
- operatività in settori diversi da quello bancario, finanziario o assicurativo;
- un fatturato annuo superiore a cinquanta milioni di euro.

Gli interventi del Patrimonio Destinato potranno essere realizzati secondo due distinte modalità, fra loro alternative:

- “a condizioni di mercato”;
- ovvero nelle forme e alle condizioni previste dal quadro normativo dell’Unione europea sugli aiuti di Stato, adottato per fronteggiare l’emergenza epidemiologica da “Covid-19” (c.d. *Temporary Framework*).

La disciplina dell’operatività **a condizioni di mercato** è contenuta nel Titolo III del D.M., il quale stabilisce, in primo luogo, che gli interventi del Patrimonio Destinato a condizioni di mercato sono effettuati secondo le priorità definite, in relazione ai settori, alle filiere, agli obiettivi di politica industriale, nel Piano nazionale di riforma, in apposito capitolo dedicato alla programmazione economica.

Il D.M. disciplina: (i) i requisiti di accesso delle imprese necessari al fine di beneficiare degli interventi realizzati dal Patrimonio Destinato in regime di mercato; (ii) le tipologie e le dimensioni degli interventi e (iii) le principali condizioni economiche alle quali il Patrimonio Destinato può sottoscrivere aumenti di capitale in regime di mercato o prestiti obbligazionari convertibili in regime di mercato.

Vengono altresì disciplinati meccanismi contrattuali idonei ad assicurare il disinvestimento e a garantire adeguati livelli di valorizzazione dell’investimento effettuato e di protezione dal rischio e i poteri del Patrimonio Destinato sulla *governance* delle società su cui interviene in regime di mercato.

Il D.M., oltre a stabilire dei criteri generali di accesso per le imprese che intendono beneficiare degli interventi ivi disciplinati in funzione delle due modalità di operatività del Patrimonio Destinato su indicate.

- A) Per quanto riguarda **l’operatività a condizioni di mercato** si attuerà attraverso (i) la partecipazione ad aumenti di capitale sul mercato primario, (ii) la sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili sul mercato primario, (iii) operazioni sul mercato primario e secondario riservate alle così dette “imprese strategiche”, e (iv) operazioni di ristrutturazione di imprese.

In base al D.M. gli interventi del Patrimonio Destinato a condizioni di mercato saranno effettuati secondo le priorità definite, in relazione ai settori, alle filiere, agli obiettivi di politica industriale, nel Piano nazionale di riforma, in apposito capitolo dedicato alla programmazione economica.

Per quanto riguarda le operazioni sul mercato primario e secondario in favore di imprese strategiche, queste possono essere effettuate mediante il canale diretto e indiretto, – ossia mediante OICR gestiti da società di gestione del risparmio italiane, controllate da CDP – Si prevedono altresì interventi relativi alle operazioni di ristrutturazione di società che, nonostante temporanei squilibri patrimoniali o finanziari, siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività.

Per quanto riguarda le operazioni sul mercato mediante il canale diretto e indiretto queste si riferiscono a imprese strategiche e società di rilevante interesse nazionale ; per quanto riguarda le prime si fa riferimento a società operanti nei settori di cui all’Art. 4, paragrafo 1, lettere a) , b) , c) , d) , e), del regolamento UE 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2019, che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell’Unione; per quanto riguarda le società di interesse nazionale ci si riferisce a quelle individuate secondo i requisiti dimensionali e di settore definiti ai sensi dell’Art. 5, comma 8-bis , del Decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla Legge 24 novembre 2003, n. 326, come indicati all’Art. 5.

- B) **L’operatività in base al *Temporary Framework*** sarà basata, invece, sui principi approvati dalla Commissione europea in data 19 marzo 2020 come successivamente modificati. Tali principi consentono agli Stati Membri di realizzare interventi pubblici a sostegno delle imprese che incontrano difficoltà a causa della pandemia di Covid-19, anche sotto forma di ricapitalizzazioni (aumenti di capitale o strumenti ibridi di capitale).

Le imprese che possono beneficiare degli interventi disciplinati dal *Temporary Framework* devono rispettare alcune condizioni:

- senza l'intervento dello Stato avrebbero gravi difficoltà a mantenere le loro attività;
- senza l'intervento si determinerebbero difficoltà di ordine sociale e un c.d. “fallimento di mercato” a causa di considerevoli perdite di posti di lavoro, dall'uscita dal mercato di un'impresa innovativa o di importanza per il Sistema Paese, dal rischio di perturbazione di un servizio importante o da situazioni analoghe debitamente giustificate dallo Stato membro interessato;

- non siano in grado di reperire finanziamenti sui mercati a condizioni accessibili e le misure orizzontali esistenti nello Stato membro interessato per coprire il fabbisogno di liquidità siano insufficienti per garantirne la redditività;
 - non siano già in difficoltà al 31 dicembre 2019 (ai sensi del Regolamento UE n. 651/2014).
- Nell'ambito di tale operatività, il Patrimonio Destinato interviene mediante (i) la partecipazione ad aumenti di capitale, (ii) la sottoscrizione di prestiti obbligazionari con obbligo di conversione, (iii) la sottoscrizione di prestiti obbligazionari subordinati convertibili e (iv) la sottoscrizione di prestiti obbligazionari subordinati.

Il D.M. oltre ad individuare i requisiti di accesso delle imprese necessari al fine di beneficiare degli interventi realizzati dal Patrimonio Destinato in regime di *Temporary Framework* (Art. 5), disciplina, in particolare, le tipologie di interventi (Art. 6), la dimensione degli aumenti di capitale, dei prestiti obbligazionari con obbligo di conversione e dei prestiti obbligazionari subordinati convertibili (Art. 7), la dimensione massima dei prestiti obbligazionari subordinati e i requisiti quantitativi massimi cumulati da rispettare (Art. 8), le condizioni economiche per la sottoscrizione di aumenti di capitale (Art. 9), le condizioni economiche per sottoscrivere prestiti obbligazionari con obbligo di conversione (Art. 10) e le condizioni economiche alle quali il Patrimonio Destinato può sottoscrivere prestiti obbligazionari subordinati convertibili (Art. 11) e prestiti obbligazionari subordinati (Art. 12).

Il D.M. disciplina altresì anche le modalità di disinvestimento del Patrimonio e degli impegni che l'impresa deve assumere al fine di poter beneficiare degli interventi del Patrimonio Destinato.

Fonti

- [1] <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/12/30/19G00165/sg>
- [2] https://www.gazzettaufficiale.it/gazzetta/serie_generale/caricaDettaglio?dataPubblicazioneGazzetta=2021-11-08&numeroGazzetta=266&elenco30giorni=true
- [3] https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0570/QEF_570_20.pdf
- [4] https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2021/2021-1328/en_Tema_1328.pdf
- [5] <https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1105323.pdf>
- [6] https://images.irpa.eu/wp-content/uploads/2011/10/Del-gatto_nomina_societ%C3%A0-pubbliche-1.pdf
- [7] http://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/partecipazioni/governance/#menu4
- [8] https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/agence-participations-etat/Documents/Rapports-de-l-Etat-actionnaire/2020/Gouvernance%20-%20RA-APE-2020.pdf
- [9] <https://www.vie-publique.fr/sites/default/files/rapport/pdf/276950.pdf>
- [10] https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Imprese_pubbliche.pdf
- [11] <http://documenti.camera.it/leg16/dossier/testi/App10012.htm>
- [12] <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-le-dimensioni-dello-stato-imprenditore-italiano>
- [13] <https://www.oecd.org/corporate/ca/Ownership-and-Governance-of-State-Owned-Enterprises-A-Compendium-of-National-Practices.pdf>
- [14] <http://documenti.camera.it/leg16/dossier/testi/NIS16034I.htm>
- [15] https://www.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2015_9789264244160-en
- [16] <https://www.oecd.org/publications/state-owned-enterprise-governance-9789264239944-en.htm>
- [17] https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/state-owned-enterprises-as-global-competitors_9789264262096-en
- [18] https://www.oecd-ilibrary.org/governance/the-size-and-sectoral-distribution-of-state-owned-enterprises_9789264280663-en
- [19] <https://www.oecd.org/daf/ca/Professionalising-boards-of-directors-of-SOEs.pdf>
- [20] <https://www.ukgi.org.uk/what-we-do/governance/>
- [21] <https://www.ukgi.org.uk/2021/07/21/uk-government-investments-annual-report-and-accounts-2020-21/>

- [22] https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Downloads/Resources/Laws/1969-08-19-federal-budget-code.pdf?__blob=publicationFile&v=4
- [23] <https://www.apertacontrada.it/wp-content/uploads/2017/04/Fra-Stato-e-mercato.pdf>
- [24] <https://www.solidium.fi/en/corporate-governance/operational-guidelines-governing-solidium/>
- [25] <https://www.ccomptes.fr/fr/publications/letat-actionnaire>
- [26] Ricognizione degli assetti organizzativi delle principali società a partecipazione pubblica
Numero 40 Gennaio 2021- Camera dei Deputati
([file:///Users/mm/Downloads/Dossier%20societa%CC%80%20partecipate%20Gennaio%202021%20n.%2040.rid%20\(1\).pdf](file:///Users/mm/Downloads/Dossier%20societa%CC%80%20partecipate%20Gennaio%202021%20n.%2040.rid%20(1).pdf))

Per quanto attiene ai dati economico patrimoniali delle società partecipate dal Ministero dell'economia e delle finanze gli stessi sono stati reperiti dai bilanci di riferimento pubblicati sui siti delle rispettive società.