

L'inchiesta

LO STATO PADRONE

ENERGIA E BANCHE QUANTO VALE LA CASSA DEPOSITI

Ha un patrimonio netto di 36 miliardi e attivi per 358, più del doppio del vecchio Iri. Ma l'istituto guidato da Costamagna e Gallia cresce a fianco dei privati su tutta la filiera industriale. Anche con quote di minoranza. Dalle popolari venete alla cordata per l'Ilva: cosa c'è nel forziere di Stato. I nuovi piani e le incognite su credito e Alitalia

di **Alessandra Puato**



Vertice

Fabio Gallia, amministratore delegato di Cassa depositi e prestiti, e, in alto, Claudio Costamagna, presidente. I due manager si sono insediati nel luglio 2015, in sostituzione del tandem Giovanni Gorno Tempini e Franco Bassanini che aveva guidato la Cdp per cinque anni. Gallia veniva dal gruppo Bnp Paribas, è stato amministratore delegato di Bnl. Costamagna è un ex Goldman Sachs. Quello del 2016 è stato il loro primo bilancio di un anno intero

La passata Pomì e la Manzotin, le pantofole De Fonseca e la Palomar che produce le serie tv di Montalbano, l'Ospedale al Mare di Venezia e le residenze di Palazzo Litta a Milano. E poi il Brennero, l'AutoCisa, le case di riposo Anni Azzurri, il Verdura Resort di Rocco Forte a Sciacca e gli aeroporti, naturalmente: Napoli, Torino, Bologna; la banda larga con l'Enel in Open Fiber; l'Acciaitalia costituita per rilevare l'Ilva, la mega turbina dell'Ansaldo fabbricata con i soci cinesi, le pale eoliche della New Green Molise, la startup Cortilia che porta l'orto biologico a domicilio. E ancora l'acquedotto di Genova, la rete europea di Sia dei pagamenti bancari, la Popolare di Vicenza e Veneto Banca salvate attraverso la partecipazione, pur svalutata, nel fondo Atlante.

C'è il mondo intero dentro la Cassa depositi e prestiti, tra partecipazioni dirette e indirette, fondi potenziati per il venture capital e neonati per la ristrutturazione delle aziende indebitate ma sane (Quattro R da 711 milioni è stato lanciato la settimana scorsa), fondi per riqualificare gli edifici pubblici, fondi di private debt per finanziare le imprese là dove le banche non arrivano e di private equity per iniettare capitale per lo sviluppo là dove quello dell'imprenditore non basta. Una galassia cresciuta spesso in alleanza con i privati e che va ormai ben oltre le partecipazioni classiche, di peso: Eni e Snam, Terna e Italgas, la Fincantieri della nave da crociera super lusso Silver Muse e la Saipem. Più le Poste appena rilevate dall'azionista Tesoro.

Il confronto

A guardare gli attivi, oggi Cassa vale più del doppio dell'Iri: 357,7 miliardi nel 2016 contro i circa 145 che l'istituto costituito da Alberto Beneduce poteva pesare nel 1983 (stima a valori riportati a oggi per *L'Economia del Corriere* di Stefano Caselli, professore Università Bocconi). Se quello era l'istituto per la riconversione industriale nato nel Dopoguerra per rilanciare l'economia italiana, questa è l'istituto di promozione nazionale che si è dato per missione l'uscita dal nanismo dell'Italia. «Credo che l'Iri in quel periodo sia servita anche molto al Paese e in Francia la Caisse des Dépôts è simile», ha detto l'amministratore delegato Fabio Gallia presentando a fine marzo i positivi dati di bilancio con il presidente Claudio Costamagna.

Ma i tempi sono cambiati, è il messaggio implicito, e se la Cdp investe tanto nell'industria ci sono alcune differenze con l'Iri: primo, non lo fa da sola; secondo, spesso è in minoranza (benché in genere con potere di governo); terzo, usa i fondi anziché le partecipazioni dirette; quarto, deve rispettare i vincoli di statuto ed europei sugli aiuti di Stato; quinto, segue tutta la filiera, dalla culla (vedi la piattaforma Itatech per il trasferimento tecnologico, 200 milioni a metà col Fei) alla eventuale ristrutturazione.

Se fosse parzialmente privatizzata ora, Cassa potrebbe valere, usando il parametro del patri-

monio netto, almeno 36 miliardi. Vuole dire nell'ipotesi peggiore una decina di miliardi incassabili se cedesse adesso, poniamo, il 30%. Naturalmente, il valore di mercato potrebbe essere più alto. Mentre proseguono i colloqui sull'eventuale conferimento dal Tesoro a Cassa di altre partecipazioni di Eni, Enel e Poste (per poi aprire, nel caso, il capitale di Cdp, e ridurre così il debito pubblico), ecco qualche conto.

Le grandi quotazioni di Cassa, ha calcolato Caselli, valgono oggi da sole pro-quota 23,2 miliardi (dati di Borsa al 31 marzo): oltre 14 miliardi l'Eni, 2,8 le Poste, 2,5 la Snam, 1,6 Terna e 860 milioni Fincantieri, quasi 600 milioni (592) Italgas e 537 Saipem. La cifra complessiva sale a oltre 24 miliardi se aggiungiamo le non quotate significative, che possono valere fra i 878 milioni e 1,2 miliardi. La stima è ottenuta moltiplicando per sette e per nove volte il margine operativo lordo e togliendo i debiti netti (conti 2015). Con multiplo prudente di otto volte, Sia (di cui Cassa ha il 26,7%) vale pro-quota 306 milioni, Ansaldo Energia 360. E fra le società di Psi Investimenti (joint venture con Kia, fondo



La storia

Cassa depositi e prestiti (Cdp) è per l'82,77% del ministero del Tesoro e per il 15,93% delle Fondazioni bancarie (il resto sono azioni proprie). Nata nel 1924, nel 2003 diventa una spa e nel 2015 Istituto di promozione nazionale. Investe i soldi raccolti con libretti e buoni postali (250,8 miliardi l'anno scorso). Ha chiuso il 2016 con ritorno all'utile di gruppo (1,1 miliardi da -900 milioni) e patrimonio netto a 35,7 miliardi (+3%)

sovano del Kuwait) la quota in Valvitalia (38%) è stimata 175 milioni, nell'Inalca di Cremonini (11%) 73, nella biofarma Kedrion (19%) 120. La quota in Rocco Forte (17,7%) vale meno: 10 milioni. Poi ci sono i fondi chiusi: una ventina, valore stimato da Cdp sui 4 miliardi tra investimenti e impegni. E tutte le società di Simest che con Sace è «porta unica» dell'export: 236 per 530 milioni investiti (+4% in un anno).

Resta il business storico degli enti locali, con i prestiti ai Comuni (appena sospesi i rimborsi per quelli colpiti dal terremoto del 2012). Ma sulle imprese Cassa si sta sempre più concentrando e l'impegno copre tutto il ciclo di vita, in tre fasi: avvio, sviluppo, rilancio. «Dalla nascita alla crescita dimensionale anche geografica, fino all'eventuale quotazione in Borsa, alla potenziale ristrutturazione se ci dovessero essere problemi — dice Leone Patofo, responsabile delle partecipazioni Cdp —. Non vogliamo spiazzare il mercato, gli investitori privati. Cerchiamo aree d'intervento dove il nostro apporto colmi i fallimenti di mercato e attivi investitori terzi. Di aprire anche nuovi mercati, ma

non da soli». È la logica dell'accompagnatore. Ma dove sono questi buchi di mercato? Nel trasferimento tecnologico dall'università alle nuove imprese, nei soldi per startup e innovazione, nelle imprese che cercano un partner per la Borsa, per l'internazionalizzazione, per superare le crisi.

I fondi

Dunque non sorprende che nel Fondo italiano (Fii), rifocalizzato sul venture capital, Cdp stia per salire al 43% per pesare più di banche e Confindustria. Qui c'è fermento: si pensa ad aumentare da 85 a 180 milioni la dotazione del fondo di fondi entro l'estate; al lancio di un fondo da 150 milioni (fino a 75 da Cdp) per il *late stage* (il secondo giro di capitale alle startup); a un «fondo filiere» da 6-700 milioni (di cui circa un terzo da Cdp) per le aggregazioni. Starebbe poi finalmente per partire l'Psi sgr di Maurizio Tamagnini, costola di quel Fondo strategico che doveva evitare i casi Parmalat e le scorrerie straniere sull'Italia. Psi deve più realisticamente capitalizzare le belle medie aziende, farle crescere e quotare (atteso a fine maggio il primo closing per circa un miliardo di raccolta, di cui almeno il 30% da Cdp).

Fra le operazioni strategiche calde di Cdp c'è la banda ultralarga, dove Open Fiber procederà su sei regioni a fallimento di mercato dopo la bocciatura del Tar ai ricorsi di Tim e Fastweb. C'è l'Ilva, dove si vedrà fra un mese se la cordata di Acciaitalia ha vinto la gara. Sulle banche in crisi Cassa non vuole mettere più un soldo, molto difficilmente lo farà su Alitalia visto che la sua stabilità patrimoniale è l'asso nella manica del Tesoro. Per i due banchieri Gallia e Costamagna, che sostituirono nel luglio 2015 il tandem Gorno Tempini-Bassanini, si è chiuso un anno con successo e alla fine le voci di dimissioni sono rimaste tali. Ma evidentemente conta anche il contesto politico che potrebbe appesantire la corsa di Cdp e riaccendere appetiti sul forziere di Stato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

853 milioni
I dividendi distribuiti nel 2015

I salvataggi

Fondo Atlante 1 e 2
11% (5)

Rocco Forte Hotels
17,7%

Banca Popolare di Vicenza

Trevi ingegneria
12,9%

Veneto Banca

Inalca Manzotin e Roadhouse
10,9%

Fondo Quattro R
per le ristrutturazioni aziendali
43%

145 miliardi
Attivo dell'Iri nel 1983 (riportato a oggi)

Le altre imprese

(con Fsi Investimenti)

Kedrion
biofarmaceutica
19,3%

Valvitalia
valvole industriali
38,2%

Ospedale al Mare (Venezia)

Palazzo Vivarelli Colonna (Firenze)

Residenze Litta (Milano)

AutoCisa

Alerion (energie rinnovabili)

Sea (Linate-Malpensa)

Anni Azzurri (case di riposo)

23 miliardi
Il valore di Borsa delle partecipazioni quotate al 31/3/2017

Fii
43% (3)

Alcuni satelliti di Fii

Rigoni di Asiago

Filmmaster

Sanlorenzo (yacht)

Cdp Investimenti
70%

Alcuni satelliti di Cdp Investimenti

Fondo Consilium-De Fonseca (scarpe)

Sofinnova-Biovelocita (biotech)

Social housing (edifici di via Cenni, Milano)

Vertis-Mosaicon (video per il web)

Cortilia (verdure bio a domicilio)

Riconversione delle città (ex caserma La Marmora, Torino; ex Ospedali Riuniti, Bergamo)

L'immobiliare

Cdp Immobiliare
100%

Alcuni satelliti di Cdp Immobiliare

Caserma Guido Reni (Roma)

Aeroporto di Napoli

Genova Acque

Autostrada del Brennero

Vismara
salumi
13,5%

Palomar
film di Montalbano
12,6%

Sella & Mosca
Terramoretti
14,1%

Sia
carte di pagamento e reti bancarie
26,7%

Bonifiche Ferraresi
19,4% (2)

L'immobiliare

Cdp Immobiliare
100%

Alcuni satelliti di F2i

Aeroporto di Torino

Aeroporto di Bologna

Aeroporto di Napoli

Genova Acque

Autostrada del Brennero

Vismara
salumi
13,5%

Palomar
film di Montalbano
12,6%

Sella & Mosca
Terramoretti
14,1%

Sia
carte di pagamento e reti bancarie
26,7%

Bonifiche Ferraresi
19,4% (2)

Infrastrutture e industria

F2i
14%

Il polo dell'export (con Sace Simest)

Pomi
pomodoro
25% (6)

Buccellati
gioielli
49% (7)

Vismara
salumi
13,5%

Palomar
film di Montalbano
12,6%

Sella & Mosca
Terramoretti
14,1%

Sia
carte di pagamento e reti bancarie
26,7%

Bonifiche Ferraresi
19,4% (2)

Le strategiche (con Cdp Equity)

Saipem
12,5%

Ansaldo Energia
44,9%

Open Fiber
per il web veloce
50%

Sella & Mosca
Terramoretti
14,1%

Sia
carte di pagamento e reti bancarie
26,7%

Bonifiche Ferraresi
19,4% (2)

CDP

Cdp
71,6% (4)

Eni
25,8%

Poste Italiane
35%

Terna
17,6% (1)

Snam
17,8% (1)

Italgas
17,8% (1)

Itatech
per le startup
50%

Acciaitalia
per l'Ilva
27,5%

35,7 miliardi
Il patrimonio netto consolidato del gruppo Cdp

358 miliardi
Attivo di Cdp nel 2016

Quote effettive al 5/4/2017

(1) Partecipazione indiretta effettiva attraverso Cdp Reti; (2) in ipotesi di adesione al 100% all'Opas di Bf Holding su Bonifiche Ferraresi; (3) in via di formalizzazione; (4) attraverso Finteca controllata al 100%; (5) capitale sottoscritto; (6) Consorzio Casalasco; (7) quota di Mario Buccellati Italia Srl

Pparra

Contrappunto

Bene la strada scelta, ma no a dimissioni di corto respiro

di Stefano Caselli*

La recente presentazione dei risultati di Cassa depositi e prestiti mostra ancora una volta un quadro lusinghiero di crescita sia degli investimenti sia dei risultati: dimostrazione che è possibile coniugare senza antagonismo una visuale di interazione fra pubblico e privato. I conti sono tuttavia il pretesto per discutere il ruolo, sempre delicato in Italia, dello Stato nell'economia, dal tema delle dimissioni (o privatizzazioni) al modello di sviluppo utilizzato. Proprio per questo, occorre mettere bene a fuoco quale funzione svolga oggi la Cassa e quale possa essere il suo contributo allo sviluppo del sistema Paese, per non giungere a scelte di dimissioni di corto respiro, spinte più da un'esigenza di cassa immediata che da una valutazione di costi-benefici e di prospettive di sviluppo. Al di là degli ottimi risultati, oggi la Cdp gioca un ruolo ben lontano da quello di cassaforte a cui talvolta è associata in modo sbrigativo. Sebbene il paragone con l'Iri sia affascinante, l'unico punto in comune fra due esperienze non paragonabili (l'una è un intermediario finanziario che agisce da banca di sviluppo, l'altra era un ente pubblico a carattere economico) è la declinazione del capitalismo di Stato in un determinato contesto storico. Per Cdp questo avviene secondo tre linee di direzione molto chiare. La prima: essere un investitore attento e di medio-lungo termine nei confronti delle aziende quotate, assumendo un ruolo da azionista vero nella governance di società che rappresentano in alcuni casi punti nevralgici e ambiti di eccellenza del sistema economico italiano. Il secondo, fondamentale nel contesto attuale di mercato, è la funzione di piattaforma per l'attrazione di capitali esteri che vengono veicolati nei confronti di obiettivi di sviluppo e di valorizzazione degli asset italiani e di settori rilevanti per il Paese. Il terzo passa attraverso la creazione di una struttura organica di soluzioni-fondi capaci di indirizzare in modo mirato e paziente gli sforzi nei confronti delle differenti fasi del ciclo di vita delle imprese - dalla nascita fino alla ristrutturazione e al turnaround - con l'obiettivo di sostenere un cambio di passo ed un salto dimensionale che porti al beneficio di multipli più elevati. La direzione è quindi quella giusta, anche se ancora da attuare in diverse parti del progetto, ma deve essere preservata per il bene del Paese: un modello aperto, organico e flessibile. Sempre di più Cdp appare quindi come una banca di sviluppo che attrae investitori e valorizza ambiti molteplici, ove in taluni casi - le startup, il technology transfer, il turismo - nemmeno i capitali privati sono riusciti ad avere successo. Qualsiasi riflessione è benvenuta, purché sia migliorativa per la crescita del sistema Italia e al passo con i tempi di un mondo in cui le prospettive locali devono imparare sempre più ad interagire con quelle internazionali.

*Prorettore dell'Università Bocconi

© RIPRODUZIONE RISERVATA