

hanno cedola annuale a tasso fisso e rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza. Le due emissioni hanno segnato il debutto della società come emittente di rilievo sul mercato internazionale dei capitali.

Secondo quanto affermato dalla Società, i tassi offerti sui *covered bond* di CDP sono stati fissati in base alle condizioni di mercato, in linea con i titoli comparabili tenuto conto dei fattori di differenziazione quali la ponderazione per il rischio di credito (20%), la qualità creditizia del paese dell'emittente, il grado di diversificazione del portafoglio collaterale (100% enti pubblici italiani).

Di seguito un prospetto di riepilogo dei tassi offerti sui *covered bond* emessi nel corso del 2005:

TASSI DI INTERESSE ANNUI LORDI DEI COVERED BOND - ANNO 2005

	Data emissione	Nominale	Struttura	Cedola annuale	Tasso di rendimento effettivo (all'emissione)
Covered bond scadenza 31 luglio 2010	24 marzo 2005	1.000.000.000	Bullet a tasso fisso	3,25%	3,259%
Covered bond scadenza 31 gennaio 2013	20 ottobre 2005	3.000.000.000	Bullet a tasso fisso	3,00%	3,177%

Nel corso del 2006, poi, l'attività si è concentrata sull'aggiornamento del programma di *covered bond* e sull'acquisizione del *funding* necessario a supportare le erogazioni nell'ambito della Gestione Separata.

Sono state quindi concluse due nuove emissioni obbligazionarie garantite da un patrimonio destinato di prestiti concessi ad enti locali per un totale di 4 miliardi di euro, con copertura di rischio tasso attraverso strumenti derivati, come di seguito riepilogato:

TASSI DI INTERESSE ANNUI LORDI COVERED BOND - ANNO 2006

	Data emissione	Nominale	Struttura	Cedola annuale	Tasso di rendimento effettivo (all'emissione)
Covered Bond scadenza 31 luglio 2009	15 febbraio 2006	€2.000.000.000	Bullet a tasso fisso	3,00%	3,247%
Covered Bond scadenza 31 gennaio 2012	8 settembre 2006	€2.000.000.000	Bullet a tasso fisso	3,75%	3,829%

Nel 2006 la CDP risultava ancora l'unico intermediario finanziario italiano ad emettere *covered bond*.

5.2 La Gestione Ordinaria

L'esercizio 2005 ha rappresentato il primo anno di operatività della nuova Gestione Ordinaria, all'interno della quale è inclusa l'attività di finanziamento delle infrastrutture destinate alla fornitura di servizi pubblici. È divenuta pertanto pienamente operativa la Direzione Infrastrutture e Grandi Opere, responsabile di questa nuova attività di finanziamento, ed è stata allestita la relativa struttura di supporto. CDP si è altresì avvalsa del sostegno commerciale di Infrastrutture S.p.A. (poi fusa per incorporazione in CDP dal 1/1/2006) per l'*origination* di talune operazioni e finanziamenti.

Nel corso del 2006 è poi proseguita l'attività della Gestione Ordinaria, che ha avuto ad oggetto sia il prosieguo dell'attività di finanziamento di infrastrutture destinate alla fornitura di servizi pubblici, sia il completamento della struttura interna di supporto per la gestione della nuova operatività.

La tipologia di attivo creditizio originata dalla Gestione Ordinaria ha riguardato la strutturazione di operazioni di project finance e finanziamenti di tipo corporate. Se per questi ultimi l'erogazione dei finanziamenti è pressoché contestuale all'assunzione degli impegni, per i finanziamenti di progetto la distribuzione dei flussi di erogazioni da parte della CDP avviene su un periodo pluriennale. In conseguenza, quindi, della manifestazione finanziaria ed economica degli investimenti della CDP su un arco temporale di più esercizi, è risultata necessaria un'attenta selezione nella scelta delle controparti a cui destinare i finanziamenti.

Nell'ambito della Gestione Ordinaria CDP determina, in via del tutto autonoma, le condizioni di impiego e raccolta, analogamente a qualsiasi intermediario finanziario privato.

5.2.1 Gli impieghi della Gestione Ordinaria

Nel corso del 2005 il CdA ha deliberato affidamenti verso controparti di Gestione Ordinaria per un ammontare superiore a 1 miliardo di euro, con interventi focalizzati prevalentemente nel settore del trasporto pubblico locale, del trattamento dei rifiuti, della distribuzione di energia elettrica e delle infrastrutture

viarie. Le forme tecniche utilizzate variano da prestiti ordinari a medio-lungo termine fino a prestiti strutturati nell'ambito di operazioni di finanza di progetto. Alcuni dei finanziamenti concessi derivano peraltro da proficue forme di collaborazione con banche o altri intermediari finanziari, prevalentemente italiani.

Nel corso del 2006 gli affidamenti deliberati dal Consiglio di amministrazione e le nuove stipule hanno riguardato interventi focalizzati in molteplici ambiti:

- a. trattamento dei rifiuti solidi urbani ed attivazione di impianti di raccolta differenziata;
- b. lavori di ampliamento della rete di distribuzione di energia elettrica;
- c. gestione del servizio idrico integrato;
- d. ampliamento, adeguamento e gestione di infrastrutture viarie;
- e. edilizia specializzata ospedaliera;
- f. rifinanziamento di crediti concessi a gestori operanti nel settore delle *multi-utilities*.

In tale contesto, occorre rilevare che i risultati hanno risentito delle difficoltà che ancora condizionano un utilizzo diffuso del *project finance* nel mercato italiano, nell'ambito del quale vi sono interi settori di importanza rilevante (quale ad esempio quello delle infrastrutture stradali) attualmente pressoché bloccati; a ciò si aggiunge il progressivo intensificarsi della competizione nel settore *corporate* rivolto alla clientela dei servizi pubblici locali, dove si assiste ormai da tempo alla continua contrazione degli *spread* di credito con cui sono concessi i nuovi finanziamenti.

La politica seguita per i tassi applicati è in linea col mercato di riferimento e tiene conto, oltre che del dettaglio delle strutture finanziarie delle operazioni, anche della tipologia e del settore dei soggetti beneficiari (in massima parte aziende o società di scopo per la distribuzione e la gestione di servizi di pubblica utilità), del corrispondente rischio di credito, valutato sia sulla base degli specifici livelli di mercato, qualora sufficientemente liquido (oppure dei livelli quotati dal mercato per soggetti assimilabili), sia sulla base di un modello di *rating* interno, anche in funzione della presenza di eventuali garanzie sottostanti prestate da altri soggetti, e del costo della relativa provvista.

L'evoluzione degli impieghi nel 2005

Nel corso del 2005 sono stati deliberati impegni di finanziamento complessivamente per circa 1,4 miliardi di euro, ai quali hanno fatto seguito nello stesso periodo la stipula di contratti di finanziamento per un totale di 840,9 milioni di euro e l'erogazione (al netto dei rientri) di un totale di 551,4 milioni di euro. A valere sull'importo deliberato, sono stati stipulati inoltre impegni preliminari di finanziamento non vincolanti in forma di *lettere di underwriting* per ulteriori circa 257 milioni di euro.

Per quanto riguarda le erogazioni è da segnalare che, essendo tipicamente collegate all'effettivo avanzamento della realizzazione dei progetti, le stesse tendono a distribuirsi su un periodo pluriennale, fatta salva la corresponsione all'istituto finanziatore di una commissione sugli importi impegnati e non ancora utilizzati. Tale caratteristica, unitamente alla natura tipicamente a lungo termine degli impieghi, determina una manifestazione in bilancio graduale, ovvero ripartita su vari esercizi, degli effetti della attività di delibera e di stipula delle operazioni di impiego della Gestione Ordinaria.

Dal punto di vista settoriale, i flussi di impegni e di erogazioni del 2005 hanno interessato in particolare la realizzazione di infrastrutture stradali, attraverso lo strumento del contraente generale, il trasporto pubblico locale, sia su gomma, sia su rotaia (tra cui la prima operazione di Partenariato-Pubblico-Privato realizzata in tale settore in Italia), il trattamento e la termovalorizzazione di rifiuti solidi urbani e speciali, la distribuzione di energia elettrica e l'edilizia specializzata ospedaliera. E' inoltre pervenuta ad uno stato di avanzamento significativo la strutturazione di operazioni di finanziamento in favore di progetti nei settori del teleriscaldamento e della gestione del servizio idrico integrato.

L'evoluzione degli impieghi nel 2006

Alla crescita dello *stock* dell'attivo creditizio della Gestione Ordinaria hanno contribuito sia l'incorporazione di Infrastrutture S.p.A. (con il subentro da parte della CDP nei contratti in precedenza stipulati dalla società partecipata), sia il riacquisto, dal veicolo di cartolarizzazione CPG, di un portafoglio crediti per un debito residuo complessivo pari a circa 268 milioni di euro; una parte di tali crediti è stata peraltro oggetto di estinzione e successivo rifinanziamento.

Lo *stock* complessivo al 31 dicembre 2006 dei finanziamenti stipulati risultava pari a 1.410 milioni di euro (+76% rispetto allo stesso dato del 2005), a fronte di un ammontare di crediti erogati, corrispondente al valore che la CDP continuerà ad esporre nell'attivo patrimoniale anche in base ai nuovi principi contabili IAS/IFRS, per 1.033 milioni di euro, in aumento rispetto al dato registrato nel 2005 (+87%).

(milioni di euro)

STOCK FINANZIAMENTI STIPULATI

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione %
Project finance	368	202	81,9%
Finanziamenti corporate	1.041	599	73,7%
Totale	1.410	802	75,8%

N.B.: L'importo dello stock dei finanziamenti corporate al 31/12/2006 (1.041), e conseguentemente l'importo del totale dello stock dei finanziamenti stipulati (1.410), sono diversi da quelli che si ottengono sommando allo stock al 31/12/2005 i flussi di nuove stipule nell'anno 2006 (rispettivamente 1.067 e 1.436). Ciò si spiega per il fatto che, al fine di ottenere l'importo rappresentato nella tabella relativa allo stock di finanziamenti corporate al 31/12/2006 (pari a € 1.041 milioni), è necessario sommare algebricamente all'importo riferito al 31/12/2005 (pari a € 599 milioni), sia l'ammontare delle nuove stipule (variazione positiva dello stock per € 468 milioni nel corso del 2006), sia gli importi relativi ai rientri di capitale ed eventuali estinzioni anticipate (variazione negativa dello stock per complessivi € 26 milioni nel corso del 2006). Il flusso di stipule è infatti riportato al lordo dei rientri.

(milioni di euro)

STOCK FINANZIAMENTI EROGATI

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione %
Project finance	75	36	109,4%
Finanziamenti corporate	984	515	90,9%
Totale	1.059	551	92,1%
estinzioni anticipate	-27		
Totale (stock debito residuo)	1.033	551	87,3%

Nel corso dell'anno si è proceduto sia ad erogazioni residue a valere su impegni già assunti nel 2005, sia ad erogazioni derivanti da stipule di competenza del 2006. Il flusso complessivo di finanziamenti erogati è risultato pari a 508 milioni di euro, a fronte di nuove stipule per 634 milioni di euro. I flussi di erogazione effettivi hanno fatto registrare volumi analoghi alle stipule per la parte *corporate*, mentre i finanziamenti in *project finance* hanno generato minori erogazioni in quanto caratterizzati, come di consueto, da un periodo di utilizzo generalmente più lungo.

(milioni di euro)

FLUSSI DI NUOVE STIPULE - ANNO 2006

Prodotto	Totale
Project finance	166
Finanziamenti corporate	468
Totale	634

Il totale flussi di nuove stipule è riportato al lordo degli importi estinti anticipatamente e dei rientri in linea capitale

(milioni di euro)

FLUSSI DI NUOVE EROGAZIONI - ANNO 2006

Prodotto	Totale
Project finance	39
Finanziamenti corporate	468
Totale	508

Il totale flussi di nuove erogazioni è riportato al lordo degli importi estinti anticipatamente e dei rientri in linea capitale

Nel corso del 2006 sono stati inoltre assunti impegni preliminari di finanziamento non vincolanti in forma di lettere di *underwriting* per complessivi 100 milioni di euro; alla data di chiusura del bilancio il totale di impegni di questa tipologia risultava pari a 239 milioni di euro.

5.2.2 La raccolta della Gestione Ordinaria

Sul lato della raccolta, CDP ha strutturato e avviato un programma di emissioni di *Euro Medium Term Notes* dedicate al supporto degli impieghi di Gestione Ordinaria.

Nel corso dell'ultimo quadrimestre 2005, CDP ha emesso titoli strutturati a medio-lungo termine per un ammontare complessivo pari a 400 milioni di euro, a fronte di operazioni di impiego approvate nell'ambito della Gestione Ordinaria. Nello specifico, sono state emesse tre serie di titoli, con prezzo di emissione alla pari e rimborso in unica soluzione alla scadenza, di ammontare pari a 100 milioni di euro (le prime due) e 200 milioni di euro (la terza). I tassi offerti sulle serie di titoli emesse nell'ambito del Programma *E.M.T.N.* riflettono i volumi ridotti delle emissioni e la natura di prodotti strutturati destinati al piazzamento privato presso investitori istituzionali mediante un meccanismo di *reverse enquiry*²².

²² Emissioni obbligazionarie con struttura particolare richieste da esigenze specifiche di investitori disposti ad offrire tassi d'interesse più convenienti e vantaggiosi rispetto alle emissioni standard.

Inoltre, a dicembre 2005 CDP ha ottenuto un finanziamento da parte della Banca europea per gli investimenti per 100 milioni di euro, a valere sulla linea di credito di 430 milioni di euro concessa alla società nel luglio 2005 per il finanziamento di progetti infrastrutturali nell'ambito della Gestione Ordinaria.

Anche nel corso del 2006 la strategia di *funding* nell'ambito della Gestione Ordinaria si è basata su una tendenziale correlazione diretta tra volume di raccolta ed ammontare di erogazioni. Si è quindi proseguito con provvista dedicata nelle seguenti forme:

- raccolta da organismi comunitari a valere sul contratto quadro di finanziamento siglato nel mese di luglio 2005 con la Banca Europea degli Investimenti (BEI) per 50 milioni di euro;
- emissioni di *Euro Medium Term Notes* nell'ambito del relativo programma per totali 394 milioni di euro, in parte coperte da strumenti in derivati. I tassi offerti sulle serie di titoli emesse nell'ambito del Programma EMTN (evidenziati nella tabella seguente) riflettono i volumi ridotti delle emissioni e la natura di prodotti strutturati destinati al piazzamento privato presso investitori istituzionali mediante il già ricordato meccanismo di *reverse enquiry*

TASSI DI INTERESSE LORDI EMTN - ANNO 2006

	Data emissione	Nominale	Struttura
EMTN scadenza 1 marzo 2016	1 marzo 2006	€50,000,000	Inflation linked
EMTN scadenza 31 ottobre 2029	31 ottobre 2006	€44,000,000	Floater
EMTN scadenza 30 novembre 2009	30 novembre 2006	€300,000,000	Floater

6. Sistema dei controlli interni

In materia di controlli interni, CDP, contestualmente alla trasformazione, ha iniziato a predisporre una serie di presidi, consistenti in un insieme di regole, procedure e strutture organizzative che mirano a rilevare, misurare, monitorare e controllare i rischi propri dell'attività svolta.

Il sistema nel suo complesso tende ad assicurare il rispetto delle strategie aziendali, il conseguimento dell'efficacia e dell'efficienza dei processi aziendali, la salvaguardia del patrimonio aziendale, l'affidabilità e la correttezza delle informazioni contabili e gestionali, la conformità degli adempimenti operativi alle normative interne ed esterne ed alle direttive e indirizzi aziendali, al fine di garantire una sana ed efficiente gestione.

Il sistema di controllo si articola, analogamente a quanto previsto dai provvedimenti di Vigilanza di Banca d'Italia in materia, in:

- controlli di linea, che le singole unità organizzative svolgono sui propri processi, la cui responsabilità primaria è demandata al management operativo;
- controllo sulla gestione dei rischi, affidato ad una specifica funzione aziendale di *Risk Management* a cui è demandato il compito di definire le metodologie di misurazione dei rischi, il controllo e monitoraggio degli stessi;
- controllo sul regolare andamento dell'operatività dei processi e valutazione della funzionalità del complessivo sistema dei controlli interni, demandato ad apposita funzione aziendale permanente e indipendente, l'*Internal Auditing*. Questa funzione persegue il continuo miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dei processi di governo, gestione e controllo del Gruppo, e assicura la conformità alle politiche deliberate dagli organi di governo aziendali ed alle normative interne ed esterne.

Nel corso del 2004 l'*Area Internal Auditing* è stata impegnata nella realizzazione di misure di carattere organizzativo ed operativo, quali l'adozione di un Regolamento della funzione, la definizione di un manuale delle procedure di *audit*, lo sviluppo di metodologie da utilizzare negli interventi, l'individuazione di un adeguata struttura per la realizzazione delle finalità assegnate.

Nel corso del 2005 e del 2006, poi, tale Area ha proseguito la propria attività mediante la realizzazione degli *audit* previsti dai Piani annuali approvati dal Consiglio di amministrazione di CDP e predisposto, sulla base di una ormai consolidata metodologia qualitativa, un'analisi preliminare dei rischi presenti nei processi aziendali, in linea con gli obiettivi strategici definiti dal Piano industriale 2005-2009.

Gli interventi revisionali hanno condotto all'individuazione di alcune aree di miglioramento nella gestione dei processi analizzati e di una serie di interventi realizzativi suggeriti al management coinvolto. Le considerazioni sull'adeguatezza del sistema di controllo risultanti dalle attività di verifica effettuate sono state altresì portate periodicamente a conoscenza degli organi societari di amministrazione e controllo.

Oltre ad una sistematica e professionale attività di monitoraggio sul corretto funzionamento del complessivo sistema di controllo interno della Società, l'Area *Internal Auditing* è stata, inoltre, chiamata a fornire supporto all'Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. n. 231/2001. La trasformazione di CDP in società per azioni, infatti, ha comportato la necessità di adeguare i suoi modelli di organizzazione, di gestione e di controllo ai precetti del richiamato D.Lgs. n. 231/2001, relativo alla responsabilità amministrativa degli enti per reati commessi nel loro interesse o a loro vantaggio da soggetti che rivestono una posizione apicale nella struttura dell'ente medesimo ovvero da soggetti sottoposti alla vigilanza di questi ultimi. Conseguentemente, subito dopo la trasformazione, CDP ha avviato la definizione di un proprio modello organizzativo di salvaguardia, costituito da un sistema organico di procedure e di attività di controllo volto ad assicurare condizioni di trasparenza e correttezza nella conduzione delle attività aziendali, prevenire i reati e dar luogo all'esonero da responsabilità dell'ente nel caso in cui fossero commessi.

In particolare, nel corso del 2004, CDP ha:

- effettuato una prima rilevazione delle aree di attività a rischio di reato;
- approvato un Codice Etico;
- adottato nuove regole in tema di poteri di firma e spendita del nome della società;
- nominato un Organismo di Vigilanza, collegiale e a prevalente composizione esterna, dotato di autonomi poteri di iniziativa e controllo, con il compito di vigilare sul funzionamento e sull'osservanza del modello e di curarne il continuo aggiornamento.

Nel corso del 2005 e del 2006, poi, sono state effettuate le seguenti attività:

- mappatura completa dei processi/attività sensibili per i reati contro la P.A. e per i reati societari e l'individuazione dei relativi responsabili di funzione coinvolti;
- rilevazione dello stato dei controlli a presidio dei rischi ex D.Lgs. n. 231/01;
- definizione del documento denominato "Modello di organizzazione, gestione e controllo di Cassa depositi e prestiti S.p.A." e del nuovo "Codice etico", approvati dal Consiglio di amministrazione a gennaio 2006.

Il Modello, pertanto, rappresenta un insieme coerente di principi, regole e disposizioni che:

- incidono sul funzionamento interno della società e sulle modalità con le quali la stessa si rapporta con l'esterno;
- regolano la diligente gestione di un sistema di controllo delle attività sensibili, finalizzato a prevenire la commissione, o la tentata commissione, dei reati richiamati dal decreto;
- declinano in termini organizzativi i valori fondamentali di riferimento enunciati nel Codice Etico adottato dalla Società.

L'Organismo di Vigilanza è un organo collegiale composto da tre membri, nominati dal Consiglio di Amministrazione, tra soggetti aventi le seguenti caratteristiche:

- un esperto in materie giuridiche indicato dagli azionisti di minoranza (Presidente);
- un esperto in materie economico-giuridiche (membro effettivo);
- il Responsabile dell'Area *Internal Auditing* (membro effettivo).

All'Organismo di Vigilanza è affidato il compito di vigilare sul funzionamento e sull'osservanza del Modello e di curare il suo aggiornamento.

7. Monitoraggio del rischio

L'Area *Risk Management*, operativa dal 1 luglio 2004, ha la responsabilità di garantire la misurazione ed il controllo, sia puntuale sia prospettico, dell'esposizione di CDP ai rischi di mercato, credito, liquidità e operativi, nonché di monitorare gli assorbimenti di capitale economico e concorrere all'attività di Capital Management.

Il 9 marzo 2005 il CdA ha approvato il Regolamento Rischi, nel quale sono formulate le linee guida della strategia di gestione dei rischi. In occasione della stesura del Regolamento, l'Area *Risk Management* ha proceduto, inoltre, ad una piena documentazione del sistema in essere di calcolo dei rischi. Più in dettaglio, il Regolamento Rischi redatto dall'Area *Risk Management* di CDP definisce:

- le metriche di valutazione (misurazione e mappatura rischi);
- il sistema dei limiti;
- i processi di controllo dei rischi;
- le linee guida per la gestione operativa;
- la reportistica;
- il presidio tecnologico predisposto da CDP nella forma di sistema proprietario.

In data 22 febbraio 2006, poi, il Consiglio di amministrazione ha approvato l'aggiornamento del Regolamento Rischi.

A seguito dell'approvazione del Regolamento Rischi è stato istituito il Comitato *Asset Liability Management (ALM)* previsto dal Regolamento Aziendale. Il *Risk Manager* è il Segretario del Comitato e ne ha in carico l'organizzazione.

7.1 L' esposizione di CDP al rischio

I rischi insiti nella natura della CDP sono classificabili secondo la tassonomia tradizionale in tre macro aggregati:

- Rischi finanziari (di mercato e liquidità);
- Rischi di credito;
- Rischi operativi.

Rischi finanziari (di mercato e liquidità)

Le componenti di rischio finanziario che derivano dall'esercizio dell'attività tradizionale sono soprattutto di tasso di interesse e di liquidità. Ciò in quanto il profilo finanziario dell'attività presenta delle differenze negli ammontari per scadenza delle poste di bilancio attive e passive.

Le componenti di rischio (azionario) che derivano dalla proprietà delle grandi partecipazioni sono riconducibili all'andamento dei titoli delle partecipate quotate o assimilabili. In avverse condizioni di mercato, ciò si potrebbe tradurre in una significativa diminuzione del valore, con potenziali effetti negativi su stato patrimoniale e/o conto economico.

Ulteriori componenti di rischio derivano dall'emissione di buoni fruttiferi postali indicizzati allo EUROSTOXX 50 (rischio azionario) e dalla concessione di finanziamenti indicizzati all'inflazione.

Già a inizio 2005 il sistema di calcolo dei rischi ha permesso di individuare una significativa esposizione del bilancio di CDP ad un ribasso dei tassi di interesse. La forte dinamica di emissione dei buoni fruttiferi postali ordinari è stata la principale determinante di tale esposizione al rischio, a cui ha contribuito anche la prolungata discesa dei tassi di interesse. Come dettagliato successivamente, CDP ha messo in atto specifiche politiche di copertura per ridurre l'esposizione al rischio tasso d'interesse.

A partire dall'inizio del 2006, CDP risulta invece esposta ad un rialzo dei tassi, sostanzialmente per effetto della già citata rinegoziazione dei prestiti con oneri a carico dello Stato, completata a dicembre 2005 e mediante la quale CDP ha rinegoziato il proprio portafoglio di crediti verso lo Stato per un ammontare complessivo del residuo pari a circa 30 miliardi di euro, portando la durata contrattuale dei prestiti omogeneamente a 30 anni a partire dal 1 gennaio 2006. Pertanto l'operatività sul fronte delle coperture del rischio tasso ha contrastato l'effetto congiunto della maggiore crescita dell'attivo a tasso fisso rispetto al passivo a tasso fisso e della complessiva tendenza al rialzo evidenziata dai tassi nel corso dell'anno.

Inoltre, a seguito di tale operazione, gli *swap* esistenti su un sottoportafoglio di tali mutui non corrispondevano più al profilo di *cash flow* dei mutui sottostanti e pertanto non erano più qualificabili come coperture ai fini IFRS. Si è quindi deciso

per l'*unwind*²³ di questi *swap* e la loro sostituzione, mirando alla riduzione della posizione di rischio aggregata.

Il programma è stato avviato a maggio 2006 e si è concluso ad ottobre, riguardando un nozionale complessivo di 11,2 miliardi di euro. La struttura degli *swap* ha ricalcato quella utilizzata per il programma di copertura mutui dell'esercizio 2004.

L'operatività della Direzione Finanza sul fronte della gestione operativa del rischio ha consentito di ridurre il limite fisiologico di VaR²⁴ del portafoglio bancario. Il Consiglio ha approvato tale riduzione nella seduta del 25 ottobre 2006.

Nel corso del 2006 la CDP si è dotata di un sistema di ALM dinamico - DALM - che consente di simulare l'impatto di scenari alternativi riguardanti (a) masse di bilancio, (b) grandezze di mercato e (c) politiche ALM su (I) margini di interesse futuri e (II) *sensitivity* e *fair value* futuri.

Rischio di credito

Il rischio di credito emerge principalmente dall'attività di impiego - sia nella Gestione Separata sia nella Gestione Ordinaria - ed in via secondaria dall'attività in derivati sul mercato dei capitali (nella fattispecie di rischio di controparte).

I risvolti negativi connessi all'attività di impiego sono stati storicamente di importo estremamente limitato, a fronte della qualità creditizia del portafoglio.

CDP misura l'assorbimento di capitale a fronte del rischio di credito complessivo seguendo la metodologia standard illustrata nelle Istruzioni di Vigilanza per le Banche di Banca d'Italia.

Nell'ambito delle politiche del credito, la CDP, nel 2006, ha definito un nuovo sistema di concessione dei finanziamenti agli Enti Territoriali in Gestione Separata in grado di ricondurre ogni singolo prestito a categorie omogenee di rischio. Il

²³Smontaggio, liquidazione, chiusura dell'intera posizione.

²⁴ *Value - at - risk*.

nuovo sistema di concessione dei finanziamenti è divenuto operativo dal 1° gennaio 2007.

E' stato inoltre sviluppato un modello di portafoglio per la misurazione del rischio di credito della Gestione Ordinaria adottato nel corso del 2007.

Strumenti per la mitigazione dei rischi di controparte (credit support annex)

A seguito di delibera da parte del Consiglio di amministrazione, finalizzata al contenimento del rischio di credito derivante dall'attività in strumenti derivati di copertura, nel corso del 2006 si è provveduto alla stipula di accordi di garanzia con controparti bancarie denominati *Credit Support Annex* (CSA) regolati dalla normativa ISDA²⁵. Al 31 dicembre 2006 il totale del numero di contratti sottoscritti risultava pari a sei²⁶.

Tali accordi di garanzia prevedono che a scadenze prefissate la parte senza esposizione creditizia, cioè quella per cui si rileva un valore di mercato negativo per il portafoglio di strumenti derivati in essere, versi alla controparte con esposizione creditizia tale valore di mercato, a titolo di deposito remunerato, con periodicità mensile di liquidazione dei flussi.

Nel rispetto del principio di separazione contabile, CDP ha adottato una modalità interna di gestione dei CSA, al fine di determinare la corretta imputazione tra la Gestione Separata e quella Ordinaria. Nello specifico, ogni CSA stipulato viene ipotizzato in capo alla Gestione Separata e contestualmente viene costituito un CSA interno per la compensazione tra le due Gestioni.

Rischi operativi

Lo sviluppo di un sistema di rilevazione dei rischi operativi seguirà il disegno e la realizzazione di un sistema di calcolo dei rischi di credito originati dall'attività di

²⁵ *International Swaps and Derivatives Association*.

²⁶ Nonostante le ripetute formali richieste di CDP, alla sottoscrizione di un CSA è rimasta indisponibile Lehman Brothers International Europe (LBI), con la quale la Cassa aveva concluso un accordo quadro secondo lo schema ISDA e, negli anni 2005 e 2006, alcune operazioni in strumenti derivati che alla data del 26 settembre 2008 hanno generato una esposizione netta negativa di LBI valutata in termini di *mark to market* in circa 46 milioni.

impiego basato su una modellistica strutturale e inquadrato in una logica di portafoglio.

Sia per le operazioni in derivati, sia per le attività tradizionali di raccolta e di finanziamento, CDP incorre in un "rischio di modello" inteso come non correttezza del modello utilizzato per quantificare i rischi di mercato ed eseguire operazioni. Tale rischio assume diverse connotazioni:

- rischio nei dati di input (di mercato, anagrafici, di posizione), che potrebbero essere inesatti;
- rischio connesso alla stima dei parametri sulla base di dati storici;
- rischio di scelta del modello;
- rischio di implementazione del modello sotto forma di codice sorgente.

CDP ha adottato una serie di soluzioni per ridurre l'impatto del rischio di modello:

- adeguati tempi di "gestazione" delle architetture di acquisizione dati anagrafici e di posizione;
- controllo periodico di integrità con le Aree/Direzioni fornitrici;
- ridondanza provider e algoritmi di controllo per i dati di mercato;
- utilizzo di modelli alternativi;
- doppio controllo indipendente sul modello avvalendosi di qualificata figura professionale esterna;
- intensa attività di *testing*;
- puntuale documentazione dei processi, dei modelli e dei codici.

7.2 Le metodologie di misurazione

A fronte dell'esigenza di dotarsi di un sistema di Tesoreria e Risk Management, la strada intrapresa da CDP è stata quella di sviluppare internamente un sistema di calcolo dei rischi dotato di tutte le funzionalità rilevanti e di selezionare, sulla base delle proprie esigenze, il sistema più diffuso tra le principali banche italiane per le funzionalità di Tesoreria e Back Office. Ciò ha permesso di anticipare la disponibilità del sistema proprietario di calcolo dei rischi e la stesura del Regolamento Rischi rispetto all'implementazione del sistema di Tesoreria e Back Office.

Nel primo trimestre 2005 il sistema di calcolo dei rischi di mercato è divenuto pienamente operativo. Pur essendo in continua evoluzione, il sistema riesce a rappresentare la parte più significativa dei rischi nel bilancio di CDP e a garantire lo svolgimento automatico di molte attività lungo la filiera di misurazione. A fine settembre 2005 si è conclusa la fase di installazione e configurazione della porzione di front office del sistema *Murex*²⁷ per i derivati *OTC*²⁸ gestibili da parte del sistema senza rilevanti sviluppi proprietari. Nel quarto trimestre 2005 è stato integrato in *Murex* il modello proprietario di CDP per la valutazione dei buoni fruttiferi postali ordinari.

Nell'ambito del sistema di calcolo dei rischi di mercato CDP calcola diversi tipi di misure, rese disponibili in appositi *report*:

- *Value-at-risk (VaR)* sull'orizzonte di dieci giorni lavorativi (calcolato a frequenza giornaliera);
- *sensitivity* alle variabili di mercato (calcolate a frequenza giornaliera);
- risultati di *stress test*²⁹ sulle variabili di mercato (calcolati a frequenza trimestrale).

Le misure menzionate sono calcolate con riferimento all'intera struttura patrimoniale (portafogli di negoziazione e strutturali, comprendenti le poste di bilancio con rilevante sensibilità ai tassi d'interesse e alle altre variabili di mercato). L'ambito di riferimento del VaR e delle *sensitivity* ne determina l'ordine di grandezza diverso rispetto a quanto si riscontra usualmente applicando tale misura al solo portafoglio di negoziazione.

Il VaR è calcolato utilizzando la metodologia della simulazione storica "filtrata", migliorativa rispetto alla simulazione storica semplice in quanto utilizza in modo efficiente l'informazione sul regime di volatilità corrente. Vengono ipotizzati un periodo di smobilizzo della posizione di dieci giorni lavorativi ed un livello di confidenza del 99%.

²⁷ Piattaforma informatica capace di gestire qualsiasi prodotto finanziario (tassi d'interesse, azioni, monete, derivati, merci, ecc.), sviluppata dalla società francese Murex. E' tra i prodotti leader di mercato utilizzati da *investment bank*, *corporate treasuries*, *asset manager* e *hedge fund*.

²⁸ *Over the counter*.

²⁹ Usato per determinare la stabilità di un determinato sistema o struttura nell'ambito del processo di valutazione e controllo interno del rischio.