

Per il rischio *equity* concentrato nel portafoglio strutturale CDP affianca a misure di monitoraggio di tipo *VaR* un approccio innovativo per la protezione del portafoglio.

Da sottolineare che il calcolo del *VaR* rappresenta per CDP la prima tappa di misurazione dei rischi di mercato attraverso un indicatore di rischio rappresentativo dello standard di mercato, una metrica comunque stringente sulla base della quale viene stabilito un piano di riassorbimento dei rischi. Nella seconda fase di implementazione dell'architettura di *risk management* CDP intende considerare le variabili dinamiche rilevanti per il rischio in un'ottica specifica di impatto sul margine di interesse e sul valore economico dell'azienda.

In relazione al rischio liquidità, considerata la natura del Risparmio Postale, rimane comunque prioritario per CDP mantenere attività liquide in misura sufficiente a coprire eventuali picchi temporanei di rimborso. A tal fine è stabilito uno specifico limite inferiore per la consistenza delle attività liquide, monitorato dall'Area *Risk Management*.

8. Rapporti con il MEF

8.1 I rapporti con la Tesoreria centrale dello Stato

CDP ha aperto presso la Tesoreria Centrale dello Stato il conto corrente fruttifero n. 29814, denominato "Cassa DP SPA-Gestione Separata", sul quale vengono versate le proprie disponibilità liquide. Sulle giacenze del conto corrente, ai sensi dell'art. 6 comma 2, del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003, è corrisposto un interesse semestrale ad un tasso variabile pari alla media aritmetica semplice tra il rendimento lordo dei buoni ordinari del Tesoro a sei mesi e l'andamento dell'indice mensile Rendistato. Il conto corrente viene movimentato giornalmente dai versamenti e dai prelevamenti posti in essere da CDP per tutte le operazioni relative alla propria attività; versamenti e prelevamenti sul conto corrente sono effettuati dalla Tesoreria gestita dalla Banca d'Italia. Il riepilogo giornaliero delle operazioni contabilizzate sul conto corrente viene trasmesso a CDP.

Di seguito un prospetto di dettaglio dei tassi semestrali applicati sul c/c di tesoreria n° 29814 nel periodo successivo alla trasformazione:

TASSI APPLICATI SULLA GIACENZA DEL C/C N° 29814 DI TESORERIA

Periodo di riferimento	%
2° semestre 2003	2,84%
1° semestre 2004	2,85%
2° semestre 2004	2,78%
1° semestre 2005	2,79%
2° semestre 2005	2,60%
1° semestre 2006	2,65%
2° semestre 2006	3,25%

Analogo rendimento è stato assicurato fino al 31 dicembre 2005 sulle giacenze del conto corrente n. 29813, intestato "CDP S.p.A. - Gestione Separata - aumento

capitale ISPA", aperto anch'esso presso la tesoreria centrale per finanziare i futuri aumenti di capitale sociale della società controllata Infrastrutture S.p.A. Questo conto, a seguito della fusione ISPA per incorporazione in CDP (art. 1, comma 79 e seguenti, della legge 23 dicembre 2005, n. 266), a decorrere dal 1° gennaio 2006 è stato chiuso e le disponibilità sono state riversate nel conto corrente n. 29814.

Inoltre, a seguito della fusione di Infrastrutture S.p.A. per incorporazione in CDP, a decorrere dal 1° gennaio 2006 il conto corrente fruttifero n. 20347, intestato a ISPA, è stato ridenominato in "Cassa DP SPA – Gest. Patrimonio TAV". Sulle giacenze del predetto conto corrente il Ministero dell'economia e delle finanze corrisponde un interesse semestrale ad un tasso uguale a quello medio dei buoni ordinari del tesoro a sei mesi emessi nel semestre precedente.

E' stato, infine, aperto un conto corrente infruttifero di tesoreria n. 29815 denominato "CDP S.p.A.-pagamenti". L'attivazione del conto corrente si è resa necessaria per poter usufruire del servizio di tesoreria e di erogazione svolto dalla Banca d'Italia e garantire quindi la tempestività dei pagamenti effettuati da CDP. Peraltro, con l'utilizzo sempre più diffuso dei sistemi di pagamento interbancari, l'impiego del canale della Tesoreria statale per i pagamenti e le riscossioni risulta considerevolmente ridimensionato rispetto al passato.

8.2 Le convenzioni con il MEF

La trasformazione di CDP in società per azioni ha comportato, per il disposto dell'art. 2 del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003, il trasferimento al MEF del servizio depositi. Per regolare la gestione transitoria di questo servizio, curato per circa 150 anni da CDP, per definirne la durata e stabilire le modalità del trasferimento, è stata sottoscritta, in data 29 luglio 2004, un'apposita convenzione, prevista dall'art. 4, comma 5 del citato decreto.

I principali aspetti regolamentati riguardano:

- le modalità di gestione dell'attività amministrativo-contabile relativa al servizio;
- l'attività di supporto al coordinamento del servizio sul territorio nazionale;

- le attività strumentali al trasferimento (oltre 60.000 fascicoli e il relativo data base);
- le attività di supporto e addestramento.

La convenzione ha previsto il completamento delle attività di trasferimento entro il 31 ottobre 2004, con la consegna di tutto il materiale e la documentazione. Di conseguenza, CDP ha cessato effettivamente ogni attività di gestione diretta del servizio depositi a partire dal 1° novembre 2004. Interventi di consulenza e supporto, peraltro, già previsti in convenzione sino alla fine del 2004, continuano ad essere forniti a richiesta degli uffici MEF interessati.

Nel 2005 è stata stipulata la convenzione, prevista dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003, con la quale vengono definite le modalità per la gestione dei buoni fruttiferi postali relativi alle serie trasferite al MEF ai sensi dell'art. 3, comma 4, lettera c), del medesimo decreto. In particolare, si prevedono:

- la gestione dei rapporti di Risparmio Postale applicando la disciplina vigente, senza escludere per CDP la possibilità di adottare, di concerto con il MEF, nuove modalità operative;
- le procedure per la rendicontazione delle partite contabili e per la fornitura al MEF dei dati previsionali;
- i termini e le modalità di movimentazione dei flussi finanziari connessi alle operazioni di rimborso dei buoni postali.

Detta convenzione è stata perfezionata con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di approvazione del 20 settembre 2005.

In data 25 luglio 2006 è stata sottoscritta la convenzione tra CDP ed il MEF per la gestione dei mutui e degli altri rapporti trasferiti ai sensi dell'art. 3, comma 4, lettere a), b), e), g), h) e i) del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze più volte citato. I punti principali riguardano:

- gli indirizzi per la gestione, prevedendo la facoltà per CDP di adottare, a determinate condizioni, procedure innovative nella gestione dei mutui e degli altri rapporti trasferiti, nonché di effettuare operazioni di rinegoziazione;
- la ricognizione delle attività di gestione amministrativa e la definizione delle principali modalità e procedure operative;

- la determinazione di una commissione, calcolata sulla base dei costi operativi sostenuti da CDP per la gestione delle attività.

A fronte della gestione di tali rapporti la convenzione prevede che il MEF corrisponda a CDP un importo forfetario annuo pari a 3 milioni di euro.

A completamento dell'illustrazione dei rapporti convenzionali in essere con il MEF, si evidenzia, infine, la convenzione stipulata il 29 marzo 1994 da CDP e il Ministero dell'economia e delle finanze per il servizio di tesoreria svolto dalla Banca d'Italia per CDP. La convenzione fissa le modalità di rimborso al MEF, che sostiene l'onere iniziale, del costo delle operazioni sostenute dalla Banca d'Italia per conto di CDP.

8.3 La gestione contabile per il MEF

Il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003 ha previsto che per le attività e le passività trasferite al MEF le operazioni di erogazione, di riscossione e di contabilizzazione continueranno ad essere svolte da CDP. Le predette funzioni, come in precedenza detto, sono regolate da apposite convenzioni.

Tra le attività assume rilievo la gestione dei mutui e degli altri finanziamenti concessi da CDP e trasferiti al MEF il cui debito residuo al 31 dicembre 2004 era pari a 38.397 milioni di euro, al 31 dicembre 2005 era pari a 32.955 milioni di euro ed al 31 dicembre 2006 era pari a 24.738 milioni di euro.

Tra le passività, si evidenzia la gestione dei buoni postali fruttiferi ceduti al MEF il cui montante alla chiusura dell'esercizio 2004 era pari a 120.199 milioni di euro, alla chiusura dell'esercizio 2005 pari a 109.962 milioni di euro ed alla chiusura dell'esercizio 2006 pari a 100.534 milioni di euro.

CDP continua a gestire, inoltre, un certo numero di attività derivanti da particolari disposizioni legislative finanziate con fondi per la maggior parte dello Stato. Pur essendo stata trasferita la titolarità di queste gestioni speciali al MEF, l'attività continua ad essere espletata da CDP ai sensi del ripetutamente citato decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003. Le disponibilità di pertinenza delle gestioni in argomento sono depositate in appositi conti correnti di Tesoreria infruttiferi, attualmente intestati al MEF, sui quali tuttavia CDP (art. 7 del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003) è

autorizzata ad operare per le finalità previste dalle norme che hanno istituito le gestioni. Tra queste occorre evidenziare:

- il settore dell'edilizia residenziale, con una disponibilità sui conti correnti di pertinenza al 31 dicembre 2004 pari a 5.100 milioni di euro, al 31 dicembre 2005 pari a 4.377 milioni di euro ed al 31 dicembre 2006 pari a 4.187 milioni di euro;
- la gestione relativa alla Metanizzazione del Mezzogiorno con una disponibilità complessiva di 440 milioni di euro nel 2004, di 416 milioni di euro nel 2005 e di 358 milioni di euro nel 2006;
- le disponibilità per i patti territoriali e i contratti d'area di 248 milioni di euro nel 2004, di 521 milioni di euro nel 2005 e di 269 milioni di euro nel 2006.

9. Gestione delle Partecipazioni

9.1. Partecipazioni trasferite dal MEF e criteri di gestione

Come già prima ricordato, in tema di partecipazioni, il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003 ha disposto l'acquisizione dal MEF da parte di CDP di partecipazioni in Enel S.p.A., Eni S.p.A. e Poste Italiane S.p.A. per un corrispettivo complessivo pari a circa 10.991 milioni di euro. Mentre per lo Stato l'operazione è servita a realizzare nel breve proventi utili a migliorare la situazione della finanza pubblica, nelle acquisizioni effettuate all'atto della trasformazione in società per azioni CDP individua una duplice *ratio*: da un lato, con l'acquisizione di una partecipazione in Poste Italiane S.p.A. si è consolidato il legame con la società titolare della rete di distribuzione del Risparmio Postale, rappresentante un vitale interesse strategico per CDP; dall'altro, l'acquisizione delle partecipazioni in Eni S.p.A. e Enel S.p.A. ha comportato una sostanziale diversificazione delle fonti di ricavo aggiuntive rispetto al margine d'interesse.

Trattando al paragrafo 2.2 delle peculiarità del sistema di *governance* di CDP, si è già visto come il decreto non regolamentare del Ministro dell'economia e delle finanze del 18 giugno 2004, al fine di assicurare, prioritariamente, la tutela del valore per gli azionisti anche per quanto attiene alle nomine degli organi societari, abbia fissato criteri di gestione delle partecipazioni fondati sulla previsione che gli atti posti in essere da CDP s.p.a. per l'amministrazione delle partecipazioni stesse siano subordinati alla consultazione preventiva e vincolante del Ministero dell'Economia e delle Finanze. In particolare, è previsto il preventivo accordo con il Ministero dell'Economia e delle Finanze circa qualsiasi atto di disposizione e/o trasferimento avente a oggetto, in tutto o in parte, tali partecipazioni trasferite o altre azioni o strumenti finanziari acquisiti a qualsiasi titolo da CDP.

Per quanto più specificamente riguarda l'acquisizione di nuove partecipazioni da parte di CDP, il 27 gennaio 2005 il Ministro dell'economia e delle finanze ha emanato, ai sensi dell'art. 5, comma 9, del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269 (disciplinante il potere di indirizzo dello stesso Ministro sull'attività di CDP), un proprio decreto (anch'esso non regolamentare) volto a fissare i criteri guida. Tale decreto richiama nelle premesse lo statuto di CDP, il quale prevede, all'art. 3, comma 2, che "per il perseguimento dell'oggetto sociale la società può altresì svolgere ogni operazione strumentale, connessa e accessoria e così tra l'altro: [...]"

assumere partecipazioni ed interessenze in società, imprese, consorzi e raggruppamenti di imprese, sia italiani che esteri". Lo stesso decreto precisa quindi, nell'articolo unico, i concetti di strumentalità, connessione e accessorietà con l'oggetto sociale di CDP. A tal proposito, CDP potrà quindi acquisire, anche avvalendosi dei fondi provenienti dalla raccolta del Risparmio Postale, partecipazioni in società la cui attività:

- sia funzionale o ausiliaria al compimento dell'oggetto sociale di CDP (partecipazioni strumentali);
- sia legata da un vincolo di interdipendenza con l'oggetto sociale di CDP (partecipazioni connesse);
- sia legata da un vincolo di complementarietà con l'oggetto sociale di CDP (partecipazioni accessorie).

Questo per quanto riguarda le regole alle quali si devono conformare la gestione e l'acquisizione di partecipazioni da parte di CDP.

9.2. Acquisto di un pacchetto azionario di STM

Per ciò che attiene all'evoluzione del portafoglio delle stesse partecipazioni, va ricordato che, dopo il conferimento da parte del MEF delle azioni di ENEL, ENI e Poste Italiane, nel dicembre 2004 CDP ha acquisito da Finmeccanica S.p.A. una partecipazione indiretta corrispondente a circa il 10% di STMicroelectronics N.V. (attraverso la holding STMicroelectronics Holding N.V.), società italo-francese attiva nel settore dei semiconduttori e dell'alta tecnologia. L'acquisizione è stata ritenuta strategica essendo STM l'unica società italiana di dimensioni rilevanti attiva nel settore ed essendo una parte consistente sia della sua spesa annua in ricerca e sviluppo³⁰, sia degli occupati (più di 10 mila persone) concentrata in Italia.

L'acquisizione della partecipazione in STM (alla pari del pacchetto azionario di Terna) è stata oggetto, come si è visto, di rilievi critici da parte della Commissione Parlamentare di Vigilanza che ha esternato dubbi riguardanti la sua compatibilità con l'oggetto sociale di CDP ed il metodo di formazione del corrispettivo. In particolare, la Commissione ha ritenuto che, tenendo conto del combinato disposto dei commi 7 e 8 dell'art. 5 del decreto legge n. 269 del 2003, siano ammissibili solo acquisizioni azionarie preordinate allo svolgimento di attività infrastrutturali.

³⁰ In particolare nei siti di Agrate e di Catania.

Nello stesso tempo la Commissione ha valutato le condizioni di acquisto poco favorevoli per CDP, sia in ragione della mancata applicazione del regime di reciprocità tra parte venditrice e parte acquirente del meccanismo di *earn out*, sia perché non si sarebbe tenuto in alcun conto la valutazione critica del Comitato di supporto (verbale di riunione del 25 ottobre 2004) che aveva manifestato precisi dubbi sulla ponderazione del titolo in relazione alla "forte ciclicità dell'intero settore industriale dei semiconduttori e alla forte volatilità e quindi all'elevato grado di rischio del titolo già risultante dalla documentazione disponibile".

9.3. Acquisto della partecipazione in Terna s.p.a.

La composizione del portafoglio partecipazioni di CDP si è ulteriormente diversificata nel settembre del 2005 con l'acquisto di una partecipazione in Terna s.p.a., motivata con la missione aziendale di CDP di concorrere alla realizzazione di investimenti infrastrutturali funzionali alla crescita del Paese. L'acquisizione, tuttavia, dava origine ad un contenzioso con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, alla quale, in data 24 maggio 2005, la stessa CDP aveva comunicato, ai sensi dell'art. 1 della legge n. 287/1990, l'avvio di due operazioni di concentrazione da realizzarsi contestualmente: a) l'acquisizione (da parte di essa CDP) del 29,99% del capitale sociale della Trasmissione Elettrica Rete Nazionale s.p.a. (TERNA) detenuto da ENEL s.p.a.; b) l'acquisizione da parte di Terna s.p.a. del ramo di azienda del Gestore della Rete di Trasmissione Nazionale s.p.a. (GRTN), organizzato per l'esercizio delle attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia elettrica come individuato dall'art. 1, comma 1, del d.P.C.M. 11 maggio 2004. L'operazione tendeva ad unificare in capo ad un unico soggetto la proprietà della Rete di trasmissione nazionale dell'energia elettrica (detenuta da Terna per il 94%) e la Gestione della stessa in attuazione dell'art. 1 *ter* del decreto legge 29 agosto 2003, n. 239, convertito con modificazioni in legge n. 290/2003 e del d.P.C.M. 11 maggio 2004 appena citato.

Anche per quanto riguarda l'acquisizione del pacchetto azionario di Terna, la Commissione Parlamentare di Vigilanza svolgeva rilievi incentrati soprattutto sulla formazione del prezzo, anche con specifico riferimento alla maggiorazione del 3% prevista sul presupposto del trasferimento del controllo societario, ma sospendeva, poi, ogni valutazione in attesa delle conclusioni che sarebbero state raggiunte dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

L'Autorità, con segnalazione del 7 aprile 2004, pur convenendo sull'opportunità della programmata riunificazione della proprietà e della gestione della Rete elettrica nazionale, aveva già espresso il parere che fosse anche prevista una piena separazione proprietaria tra Rete di trasmissione ed operatori attivi della fase di generazione e distribuzione e vendita dell'energia, in modo da consentire all'operatore di Rete di mantenere, sia in materia di accesso alla stessa, sia con riferimento al dispacciamento degli impianti di generazione, i profili di terzietà e d'indipendenza necessari affinché nei mercati dell'energia a valle della rete stessa operassero effettive condizioni concorrenziali. Nell'indicata prospettiva, l'Autorità aveva auspicato la previsione di un esplicito divieto alla detenzione di quote di capitale della società risultante dalla programmata fusione - tra Terna s.p.a., che era proprietaria delle infrastrutture elettriche, e Grtn s.p.a., che ne era il gestore - da parte di Enel s.p.a. e di qualsiasi altra società di produzione, importazione, distribuzione e vendita di energia elettrica.

A riscontro della ricordata comunicazione di CDP del 24 maggio 2005, con provvedimento in data 4 agosto 2005, la stessa Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato - coerentemente con l'avviso espresso nella richiamata segnalazione del 7 aprile 2004 - statuiva che con l'operazione segnalata CDP avrebbe acquisito una posizione dominante nel mercato della trasmissione e del dispacciamento dell'energia elettrica idonea ad ostacolare la concorrenza in maniera effettiva sui mercati, verticalmente connessi, della vendita di energia (Mi) e dei servizi di dispacciamento (Msd) in virtù dell'intreccio azionario in capo ad essa Cassa che diventava ad un tempo controllore di Terna ed azionista di rilievo dell'Enel che di detti mercati a valle era l'operatore dominante. L'Autorità, pertanto, subordinava l'attuazione dell'operazione alla duplice condizione:

- della dismissione, a decorrere dal 1 luglio 2007 ed entro i 24 mesi successivi, da parte di CDP, della partecipazione del 10,2 per cento detenuta in Enel S.p.A.;
- dell'adozione, in via transitoria e fino al soddisfacimento della condizione di cui sopra, da parte di CDP, dei seguenti impegni: (i) approvazione da parte del Consiglio di amministrazione di Terna, entro sei mesi dalla unificazione tra la proprietà e la gestione della rete di trasmissione nazionale, di una delibera che disponesse le procedure idonee a definire il ruolo dell'organo denominato Comitato di Consultazione di cui all'art. 1 del D.P.C.M. 11 maggio 2004; (ii) nomina, nell'ipotesi di un Consiglio di amministrazione di

10 membri, di almeno 6 dei 7 consiglieri spettanti a CDP nel Consiglio di amministrazione di Terna con caratteristiche di indipendenza tali da garantire una gestione improntata al rispetto dei principi di neutralità ed imparzialità, senza discriminazione di utenti o categorie di utenti (proporzione da mantenersi qualunque fosse il numero dei membri del Consiglio di amministrazione di Terna).

CDP impugnava il provvedimento dell'Autorità che tuttavia, in data 8 febbraio 2006, con sentenza n. 1898/2006, veniva ritenuto legittimo dal Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio. Con sentenza n. 550/2007 in data 12 gennaio 2007, il Consiglio di Stato ha sostanzialmente rigettato l'appello successivamente proposto da CDP per l'annullamento della sentenza del TAR, accogliendolo solo limitatamente alla prescrizione concernente la nomina nel Consiglio di amministrazione di Terna S.p.A. di 6 amministratori indipendenti su 7 nominabili da CDP (o equivalente proporzione in caso di modifica del numero complessivo dei membri di tale Consiglio), ritenendola sproporzionata ed eccessiva. Ciò che più conta, in realtà, è che il Consiglio di Stato abbia confermato, invece, l'obbligo della cessione della partecipazione detenuta in ENEL S.p.A. entro il 30 giugno 2009.

Il Consiglio di Stato non è entrato nel merito della valutazione se nel caso di specie fosse o meno configurabile una posizione dominante, ritenendola di esclusiva competenza dell'Autorità amministrativa indipendente antitrust, caratterizzata da particolare competenza tecnica, oltre che dall'esercizio di poteri neutrali, ed essendo il giudizio amministrativo un giudizio di tipo impugnatorio, nel quale al giudice spetta di verificare se il potere spettante all'Autorità antitrust sia stato correttamente esercitato, senza tuttavia spingersi oltre, fino ad esprimere proprie autonome scelte di tipo valutativo, non potendosi sostituire ad un potere già esercitato e non potendo incidere su quel *quid di opinabilità* che residua in capo al decidente a seguito dell'applicazione di nozioni e regole indeterminate e non del tutto definite, come possono essere quelle economiche e talvolta, in molti casi, anche quelle giuridiche.

Peraltro, il Consiglio di Stato ha ritenuto influente per inficiare il provvedimento dell'Autorità garante le tesi di CDP secondo cui: 1) per effetto della proposta operazione, il gestore di Rtn non fuoriusciva dal sistema pubblico e 2) nessun effetto incentivante poteva derivare dall'operazione a favore degli interessi dell'Enel,

dal momento che il nuovo assetto societario era migliorativo di quello configurato precedentemente (con Grtn controllata dal MEF). Il massimo organo di giustizia amministrativa, infatti, pur convenendo con la società, come si è visto al paragrafo 1.4 trattando della natura giuridica di CDP, sulla fondatezza della sua censura nei confronti della sentenza del TAR per averne ritenuto la qualificazione giuridica di società per azioni sufficiente a far fuoriuscire CDP, per ciò solo, dall'ambito pubblicistico, e sul permanere, invece, della sua effettiva caratterizzazione di organismo di diritto pubblico, argomenta che ciò non può tuttavia implicare il suo esonero dal rispetto delle regole sulla concorrenza, ove avesse agito come operatore economico.

Questa conclusione trova il suo fondamento nell'ordinamento comunitario il quale è indifferente al grado di espansione della sfera pubblica formale nell'ambito territoriale dei singoli Stati membri e, nel disegnare le comuni regole del mercato, prescinde, di norma, dalla qualificazione in termini pubblicistici o privatistici dei relativi operatori economici. Nell'ambito del diritto alla concorrenza, la giurisprudenza comunitaria ha attribuito la qualificazione di impresa a qualsiasi entità che esercita un'attività economica, a prescindere dal suo stato giuridico e dal suo finanziamento³¹ e, quindi, ha qualificato come tale anche l'ente pubblico che, oltre a perseguire scopi generali (per i quali possono essere ammesse eventuali posizioni dominanti), svolga attività di tipo economico e lucrativo con i primi incompatibili³².

Per ciò che attiene, poi, alla tesi di CDP che il suo subentro nella gestione della Rete non implicasse alcuna modificazione peggiorativa rispetto al precedente assetto societario caratterizzato dalla partecipazione totalitaria del MEF nel Grtn concessionario dell'attività di trasmissione e di dispacciamento dell'energia elettrica, il Consiglio di Stato rileva che con l'assetto precedente si trattava di valorizzazione funzionale all'efficienza dell'azione amministrativa e non di rispondenza ad una logica privatistica di profitto che è propria delle società pubbliche partecipate da operatori privati, come peraltro ben evidenziato dallo stesso Piano industriale della Cassa 2005-2009, laddove prevedeva di "progressivamente adottare un approccio più attivo nel monitoraggio e nella gestione delle partecipazioni, anche al fine di proteggere i propri investimenti e contribuire alla creazione di valore da parte delle società partecipate".

³¹ Corte Giust. Ce, 23 aprile 1991, in C-41/90.

³² Corte Giust. Ce, 24 ottobre 2002, in C-82/01.

Il Consiglio di Stato, infine, rigetta la tesi di CDP che il gestore di Rtn, indipendentemente dalla forma societaria o natura pubblica o privata del soggetto che ne aveva il controllo, non operasse come vera impresa ai sensi del diritto alla concorrenza, ma esercitasse, più propriamente, ai sensi dell'art. 86, n. 2, del Trattato comunitario, una missione d'interesse generale riservata allo Stato. E ciò, in quanto l'attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia si configura piuttosto come servizio di pubblica utilità (art. 4, comma 1, del d.P.C.M. 11 maggio 2004) esercitato in regime di monopolio. Stante il carattere complesso ed opinabile delle valutazioni sottese all'individuazione del mercato rilevante, la sentenza d'appello, anche alla luce di precedenti pronunce³³, esclude che, come già precedentemente argomentato, il sindacato giurisdizionale sulla relativa configurazione possa spingersi al punto da negarne l'esistenza sulla base di valutazioni economiche diverse da quelle dell'Autorità, dovendosi il giudice limitare a verificarvi soltanto l'eventuale esistenza di vizi logici o di ragionevolezza, difetto istruttorio o di motivazione. Per cui, conclusivamente, non sussistendo una specifica incompatibilità tra il perseguimento delle finalità di interesse generale affidate al monopolista *ex lege* e il mercato, non vi era ragione per non applicare la disciplina a tutela della concorrenza.

9.4. Acquisizione di partecipazioni nell'esercizio 2006

La composizione del portafoglio partecipazioni di CDP è variata nel corso del 2006 a seguito di due eventi: i) acquisizione di una partecipazione del 40,0% nel capitale della società Galaxy S.à.r.l., ii) vendita di una partecipazione dell'8,15% nel capitale di Sinloc S.p.A.. Per ciò che concerne l'acquisizione di una partecipazione del 40% in Galaxy S.à.r.l. ("Galaxy"), trattasi di una società di diritto lussemburghese che ha come obiettivo quello di effettuare investimenti in progetti riguardanti le infrastrutture nel settore dei trasporti, in particolar modo in Europa e nei Paesi OCSE. Galaxy persegue il proprio obiettivo sociale secondo le logiche di funzionamento tipiche dei fondi di private *equity*. L'acquisizione di una partecipazione in Galaxy è stata motivata da CDP come un primo passaggio nell'implementazione della propria strategia di investimento nel capitale di rischio di soggetti attivi nel settore delle infrastrutture attraverso la partecipazione a fondi di private *equity*. La Società ritiene, infatti, che l'investimento nel settore delle infrastrutture tramite fondi di private *equity* favorisca sia la creazione di *know-how* specifico all'interno di CDP, sia la mobilitazione di un consistente bacino di capitali

³³ Cons. St. Sez. VI, 14 marzo 2000, n. 1348.

da investire, rappresentati da: i) *equity* impegnata da CDP, ii) capitale sottoscritto da investitori terzi, iii) debito raccolto nelle diverse operazioni d'acquisizione.

9.5. Incorporazione della controllata ISPA s.p.a.

L'unica società controllata, fino al 2005, è stata Infrastrutture S.p.A. (ISPA), che, in base all'art. 1 comma 79 della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (legge finanziaria 2006), è stata fusa per incorporazione in CDP con effetto dal 1° gennaio 2006. CDP ha assunto tutti i beni, diritti e rapporti giuridici attivi e passivi di Infrastrutture S.p.A., incluso il patrimonio separato, proseguendo in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi anche processuali. Come previsto dalla legge finanziaria 2006, in seguito all'incorporazione di ISPA, l'atto costitutivo di CDP non ha subito modificazioni. Tutti gli adempimenti propedeutici alla fusione sono stati assolti, per espressa previsione dell'art. 1, comma 83, della legge 23 dicembre 2005, n. 266, dalla data di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale di tale norma, la quale, come si è detto, dispone altresì, al comma 80, che l'atto costitutivo di CDP non subisce modificazioni. CDP è chiamata a svolgere, in continuità con Infrastrutture S.p.A., la sola attività relativa al finanziamento del sistema Alta Velocità/Alta Capacità, attraverso il relativo patrimonio separato, secondo le modalità prescritte dall'art. 75 della legge n. 289/2002. In coerenza con quanto rappresentato nei passati bilanci di Infrastrutture S.p.A., CDP continuerà a tenere libri e scritture contabili distinte per il patrimonio separato, le cui poste patrimoniali ed economiche non saranno pertanto rappresentate rispettivamente nello stato patrimoniale e nel conto economico di CDP. La situazione contabile di chiusura al 31 dicembre 2005 di Infrastrutture S.p.A. e del patrimonio separato è stata autonomamente approvata dal Consiglio di amministrazione della società in data 23 dicembre 2005. Nel bilancio 2004 e 2005 di CDP la società controllata è stata pertanto rappresentata unicamente nell'attivo di bilancio nella voce "Partecipazioni in imprese del gruppo".

9.6. Risultati di gestione delle partecipazioni e situazione al 31 dicembre 2006

Durante l'esercizio 2004 l'unico flusso di dividendi percepito da CDP è stato quello relativo all'acconto dividendo ricevuto da Enel S.p.A., riferito all'utile dell'esercizio 2004 e pari a 207,1 milioni di euro.

Per quanto concerne l'esercizio 2005, invece, il flusso di dividendi rilevato a conto economico è stato pari 925,6 milioni di euro, imputabile principalmente alle partecipazioni detenute in Eni S.p.A. e Enel S.p.A.. Si evidenzia come il flusso di

dividendi percepiti da CDP sia influenzato positivamente dalla decisione di Eni S.p.A. di attuare una politica di distribuzione di dividendi a cadenza semestrale, in base alla quale è stato erogato un acconto sui dividendi, relativi all'utile dell'esercizio 2005, per un ammontare pari a circa 180 milioni di euro. Come già evidenziato, invece, Enel S.p.A. aveva già adottato questa politica a partire dal 2004; nel 2005 la stessa Enel S.p.A. ha erogato un acconto sui dividendi per un ammontare pari a circa 119 milioni di euro.

Il flusso di dividendi incassati per l'esercizio 2006 è stato pari a circa 1.037 milioni di euro, ed è ugualmente imputabile principalmente alle partecipazioni detenute in Eni S.p.A. e Enel S.p.A.. Dopo ENEL S.p.A. ed Eni S.p.A., anche Terna S.p.A. ha adottato una politica di distribuzione di dividendi a cadenza semestrale.

Come più in dettaglio successivamente evidenziato, i dividendi relativi alle partecipazioni classificate come "attività finanziarie disponibili per la vendita" sono risultati pari a 907 milioni di euro; tali componenti positive sono state rilevate a conto economico nella voce "dividendi e proventi simili". Per quanto concerne le partecipazioni in imprese collegate, i relativi dividendi incassati (pari a circa 130 milioni di euro nel 2006) sono stati portati a rettifica analitica del valore della singola partecipazione. Nella voce di conto economico "utili (perdite) delle partecipazioni" è stata invece imputata la quota parte dell'utile della partecipata di competenza di CDP.

Va infatti precisato che, per quanto riguarda le modalità di contabilizzazione della partecipazioni, a partire dall'esercizio 2006 l'introduzione dei nuovi principi contabili IAS/IFRS nonché le disposizioni della circolare Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005 hanno richiesto, accanto ad una revisione delle regole contabili, anche l'adozione di un processo di riclassificazione dell'operatività esistente. Tale processo ha investito anche le voci relative ai titoli di proprietà e alle partecipazioni detenute in portafoglio.

Per quanto concerne il portafoglio delle partecipazioni azionarie, detenute nella voce "Partecipazioni" dello stato patrimoniale in base al D.Lgs. 87/1992 e valutate al costo di acquisto con transito dei dividendi percepiti a conto economico, si è provveduto da parte di CDP ad analizzare la natura delle interessenze nelle diverse partecipazioni. In particolare, i principi contabili IAS 27 e IAS 28 prevedono che le

interessenze in altre società debbano essere classificate come di controllo o collegamento qualora ne sussistano i relativi presupposti. Le interessenze che non si configurano come tali fattispecie devono essere rilevate nell'ambito di uno dei portafogli previsti per le altre attività finanziarie (al fair value o disponibili per la vendita). Le società controllate sono oggetto di consolidamento mediante il metodo integrale (c.d. consolidamento linea per linea), invece le società collegate sono contabilizzate con il metodo del patrimonio netto.

Per quanto riguarda il portafoglio partecipazioni di CDP al 31 dicembre 2006, è possibile effettuare la seguente classificazione:

- le interessenze in Europrogetti & Finanza S.p.A., Galaxy S.à.r.l., Poste italiane S.p.A., Sinloc S.p.A., STMicroelectronics Holding N.V., Terna S.p.A. e Tunnel di Genova S.p.A. sono classificate come partecipazioni in società collegate e conseguentemente sono contabilizzate con il metodo del patrimonio netto;
- le interessenze in ENEL S.p.A. ed ENI S.p.A., invece, non configurano un rapporto di controllo o di collegamento. Tali interessenze sono quindi rilevate nella classe attività finanziarie di negoziazione disponibili per la vendita. Si segnala che l'interessenza detenuta dalla CDP nel capitale dell'Istituto di Credito Sportivo (trattasi di ente di diritto pubblico e non di società) è altresì inclusa tra le attività disponibili per la vendita.

Va peraltro sottolineato che l'inclusione delle partecipazioni in ENEL S.p.A. ed ENI S.p.A. nel portafoglio di attività disponibili per la vendita non configura in alcun modo un'effettiva intenzione della società di procedere alla dismissione di tali partecipazioni; il portafoglio in oggetto ha infatti natura residuale rispetto alle altre categorie di attività finanziarie e viene generalmente utilizzato per le interessenze che non configurano né un rapporto di controllo né un rapporto di collegamento. Peraltro, come già evidenziato in precedenza, ai sensi del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 18 giugno 2004, qualsiasi atto di disposizione e/o trasferimento avente ad oggetto tali partecipazioni dovrà comunque essere preventivamente concordato dalla CDP con lo stesso Ministero.

Di seguito si riporta una sintetica descrizione di ciascuna partecipata al 31 dicembre 2006 e del rispettivo ambito di operatività: