

- j. investimenti connessi a progetti di trasformazione urbana con un elevato contenuto infrastrutturale;
- k. investimenti connessi a grandi opere di interesse nazionale, con particolare riferimento alle infrastrutture ferroviarie AV/AC.

Si evidenzia che nel 2007 è stato in generale privilegiato lo sviluppo dell'attività *corporate* rispetto al *project finance*, risentendone a livello di risultati complessivi, anche a causa del penalizzante regime fiscale che ha caratterizzato fino a fine 2007 l'operatività della CDP, differenziandola dall'operatività usuale delle banche. L'inapplicabilità ai finanziamenti concessi dalla CDP del beneficio dell'imposta sostitutiva comporta l'obbligo per il beneficiario di assolvere singole imposte d'atto nel caso di finanziamenti assistiti da garanzie reali (ipoteche, privilegi, pegni, etc.), come usuale nelle strutture cauzionali di operazioni di *project finance*. Tale circostanza ha reso dunque maggiormente oneroso per il beneficiario l'operatività con CDP, sia in fase di sottoscrizione dei finanziamenti sia in fase di eventuale sindacazione dei medesimi da parte di banche *arranger*. Tale criticità è stata, finalmente superata a partire dal gennaio 2008, attraverso un apposito intervento normativo previsto dalla Legge Finanziaria 2008.

Infine, nell'ultimo trimestre 2007 l'operatività di impiego della Gestione Ordinaria è stata resa più efficiente grazie al rilascio e alla successiva implementazione di un sistema di *pricing* che ha consentito di ridurre il *time-to-market*, rendendo l'azione commerciale più efficace, nonché all'accelerazione del processo di autorizzazione creditizia, ottenuta mediante l'istituzione di un organo collegiale consultivo (comitato crediti) e l'ampliamento delle deleghe operative.

Nel 2008 la dinamica di crescita dei volumi di finanziamento è stata superiore, in termini relativi, a quella registrata per gli impieghi della Gestione Separata e, a livello complessivo, per CDP S.p.A., anche grazie al consolidamento delle relazioni commerciali attivate nei precedenti esercizi, ad una maggiore capacità propositiva nei confronti di nuovi clienti ed al presidio di una più ampia gamma di settori. Si segnala a tal proposito che il volume di nuovi finanziamenti stipulato nel 2008 ha quasi raggiunto la soglia dei 2 miliardi di euro, ed è sostanzialmente quadruplicato rispetto al 2007.

L'evoluzione degli impieghi nel 2007

Lo stock complessivo al 31 dicembre 2007 dei finanziamenti stipulati in Gestione Ordinaria era pari a 1.824 milioni di euro, con un incremento netto del

29% rispetto al saldo di fine 2006 (1.410 milioni di euro). Alla stessa data l'ammontare di crediti erogati, corrispondente al valore esposto nell'attivo patrimoniale di bilancio, ha raggiunto 1.291 milioni di euro, in aumento del 25% rispetto allo stock di chiusura del 2006.

(milioni di euro)

STOCK DI FINANZIAMENTI STIPULATI GESTIONE ORDINARIA

	31/12/2007	31/12/2006	Variazione %
Project finance	367	368	-0,4%
Finanziamenti corporate	1.457	1.041	40,0%
Totale	1.824	1.410	29,4%

(milioni di euro)

STOCK DI CREDITI VERSO CLIENTELA E VERSO BANCHE GESTIONE ORDINARIA

	31/12/2007	31/12/2006	Variazione %
Project finance	127	75	68,3%
Finanziamenti corporate	1.164	957	21,6%
Totale	1.291	1.032	25,0%

Nel corso del 2007 si è proceduto a nuove stipule, effettuate prevalentemente nel settore dei finanziamenti *corporate*, per un ammontare complessivo di oltre 470 milioni di euro.

(milioni di euro)

FLUSSO DI NUOVE STIPULE GESTIONE ORDINARIA - ANNO 2007

Prodotto	Totale
Project finance	2
Finanziamenti corporate	468
Totale	470

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

L'ammontare del flusso netto di erogazioni del 2007 è risultato pari a 313 milioni di euro (di cui 259 milioni di euro come finanziamenti *corporate* e 55 milioni di euro come *project finance*).

(milioni di euro)

FLUSSO DI NUOVE EROGAZIONI GESTIONE ORDINARIA - ANNO 2007

Prodotto	Totale
Project finance	55
Finanziamenti corporate	259
Totale	314

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

Nello specifico, una parte delle nuove erogazioni sopra indicate è stata effettuata a valere su alcune operazioni già stipulate negli anni precedenti, tutte classificate come *project finance*; la tempistica diluita dei tiraggi a valere su tali progetti deriva infatti dal tipo di intervento finanziato e dalla durata delle relative fasi di costruzione (con erogazioni a stato avanzamento lavori). Altra parte del volume di nuove erogazioni è da ricondurre ad operazioni *corporate* di tipo *revolving*, mentre un ultimo gruppo di erogazioni è relativo ad operazioni concesse e contestualmente erogate e a prestiti ponte stipulati ed in parte erogati nel 2007.

Complessivamente anche i volumi di impiego della Gestione Ordinaria per il 2007 sono stati inferiori rispetto all'anno precedente; i flussi del 2006 derivavano tuttavia in buona parte da rifinanziamento o riacquisto di prestiti originariamente concessi nell'ambito della Gestione Separata.

L'evoluzione degli impieghi nel 2008

Lo stock complessivo al 31 dicembre 2008 dei finanziamenti stipulati in Gestione Ordinaria è risultato pari a 3.594 milioni di euro, con un raddoppio di valore rispetto a quanto rilevato al 31 dicembre 2007 (1.824 milioni di euro). Alla stessa data, l'ammontare di crediti erogati, corrispondente al valore esposto nell'attivo patrimoniale di bilancio, ha raggiunto quota 2.255 milioni di euro, registrando un aumento del 75% rispetto allo stock alla chiusura del 2007.

Il significativo incremento dei dati di stock sia sul lato delle stipule, sia sul lato delle erogazioni, è da ricondurre al nuovo flusso di operatività registrato durante tutto il 2008, in particolare sui finanziamenti in ambito corporate e concentrato su alcune operazioni di importo unitario rilevante.

(milioni di euro)

STOCK FINANZIAMENTI STIPULATI GESTIONE ORDINARIA

	31/12/2008	31/12/2007	Variazione %
Project finance	548	367	49,3%
Finanziamenti corporate	3.047	1.457	109,1%
Totale	3.594	1.824	97,0%
di cui: per crediti di firma	135	11	

(milioni di euro)

STOCK DI CREDITI VERSO CLIENTELA E VERSO BANCHE GESTIONE ORDINARIA

	31/12/2008	31/12/2007	Variazione %
Project finance	118	127	-7,2%
Finanziamenti corporate	2.137	1.164	83,7%
Totale	2.255	1.291	74,7%

Nello specifico, nel corso del 2008 sono state effettuate nuove stipule per un ammontare complessivo di 1.863 milioni di euro (pari ad oltre quattro volte rispetto a quelle del 2007), di cui quasi il 90% nell'ambito dei finanziamenti corporate.

(milioni di euro)

FLUSSO DI NUOVE STIPULE GESTIONE ORDINARIA - ANNO 2008

Prodotto	Totale
Project finance	213
Finanziamenti corporate	1.651
Totale	1.863

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

A fronte delle nuove operazioni e di quelle rivenienti dai precedenti esercizi, l'ammontare del flusso di erogazioni del 2008 è risultato pari a 1.111 milioni di euro, anche in questo caso in prevalenza sotto forma di finanziamenti corporate.

(milioni di euro)

FLUSSO DI NUOVE EROGAZIONI GESTIONE ORDINARIA - ANNO 2008

Prodotto	Totale
Project finance	76
Finanziamenti corporate	1.035
Totale	1.111

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

Durante l'esercizio si è proceduto con erogazioni prevalentemente a favore di operatori nei settori delle infrastrutture autostradali e delle linee ferroviarie AV/AC, oltre che del trasporto pubblico locale e delle *multi-utilities* locali; a tale ambito si affiancano, in misura minore, interventi nella produzione di energia elettrica (anche da fonti rinnovabili), nel settore dei sistemi idrici e in progetti di trasformazione urbana con contenuto infrastrutturale.

Complessivamente va quindi registrato, sia sul lato delle stipule sia sul lato delle erogazioni, un forte incremento dei volumi registrati nel 2008 nell'ambito della Gestione Ordinaria, rispetto ai dati relativi al 2007.

5.2.2 La raccolta della Gestione Ordinaria

Come precedentemente evidenziato, sul lato della raccolta la strategia di *funding* nell'ambito della Gestione Ordinaria è risultata progressivamente volta ad una correlazione diretta tra volume di raccolta ed ammontare di erogazioni al fine di ottimizzare l'attività di tesoreria.

In particolare, poi, la provvista dedicata è stata effettuata mediante emissioni di *Euro Medium Term Notes* nell'ambito del relativo programma, ovvero mediante raccolta da organismi comunitari a valere sulle linee di credito in essere con la Banca Europea degli Investimenti (BEI).

Nell'ambito dell'*Euro Medium Term Notes Programme*, nel corso del 2007 si è proceduto ad effettuare nuove emissioni di titoli per un nominale complessivo di 500 milioni di euro con le caratteristiche indicate nella tabella di seguito riportata.

(milioni di euro)

EMISSIONI PROGRAMMA EMTN - ANNO 2007

	Data emissione	Totale
emissione (scadenza 05-apr-2010)	5-apr-07	150
emissione (scadenza 18-apr-2012)	18-apr-07	200
emissione (scadenza 21-dic-2009)	21-dic-07	150
Totale		500

Questa nuova provvista è stata destinata a soddisfare le esigenze di copertura di finanziamenti di Gestione Ordinaria anche con riferimento ai primi mesi dell'esercizio 2008.

Durante l'anno 2008, poi, si è proceduto ad effettuare nuove emissioni di titoli nell'ambito del citato programma per un valore nominale complessivo di 700 milioni di euro e con le caratteristiche indicate nella tabella di seguito riportata.

(milioni di euro)

EMISSIONI PROGRAMMA EMTN - ANNO 2008

	Data emissione/riacquisto	Totale
Totale nuove emissioni		700
emissione (scadenza 28-mar-2013)	28-mar-08	250
emissione (scadenza 15-lug-2010)	15-lug-08	350
emissione (scadenza 30-gen-2010)	30-lug-08	100
Riacquisto titoli programma EMTN		(129)
emissione (scadenza 30-set-2020)	15-lug-08	(11)
emissione (scadenza 30-nov-2015)	15-lug-08	(91)
emissione (scadenza 01-mar-2016)	15-lug-08	(27)
Totale		572

La nuova provvista è stata destinata a soddisfare le esigenze di erogazione di finanziamenti a clientela nel corso dell'esercizio 2008. Nello stesso periodo si è provveduto anche al riacquisto parziale di titoli già emessi per un totale di 129 milioni di euro, portando quindi l'ammontare netto raccolto a 572 milioni di euro.

Con riferimento, invece, alla raccolta da organismi comunitari, nel corso del 2007 CDP S.p.A. ha richiesto ed ottenuto due nuovi finanziamenti da parte della Banca europea per gli investimenti per complessivi 101 milioni di euro, a valere sulla linea di credito di 430 milioni di euro già concessa alla società.

Di seguito si evidenziano le caratteristiche finanziarie di tale raccolta.

(milioni di euro)

LINEA DI CREDITO BEI - ANNO 2007

	Data raccolta	Totale
raccolta (scadenza 15-dic-2026)	20-apr-07	21
raccolta (scadenza 15-feb-2016)	26-apr-07	80
Totale		101

Nel mese di dicembre 2007 si è provveduto ad ampliare la linea di finanziamento BEI per ulteriori 170 milioni di euro, portando la disponibilità complessiva della linea di credito a 600 milioni di euro.

Nel corso del 2008 CDP S.p.A. ha richiesto una nuova erogazione a valere sulle linee di credito in essere con la Banca Europea per gli Investimenti per complessivi 100 milioni di euro, come di seguito indicato.

(milioni di euro)

LINEA DI CREDITO BEI - ANNO 2008

	Data raccolta	Totale
raccolta (scadenza 30-ott-2028)	30-ott-08	100
Totale		100

5.3 Le operazioni sui derivati

Nell'ambito della propria attività di trasformazione delle scadenze CDP è esposta al rischio tasso in tutte le sue accezioni: *repricing*, curva, base, opzionalità. Tale rischio incide sulla redditività e sul valore economico di CDP.

Dal momento della sua costituzione in Società per Azioni, CDP ha fronteggiato una situazione peculiare dal punto di vista del controllo e della misurazione del rischio tasso di interesse, sia in ragione delle ingenti masse non coperte preesistenti, sia per le peculiari caratteristiche dei suoi prodotti. Le tecniche tradizionali di misurazione del rischio di tasso per il *banking book* risultano, infatti, inadeguate per catturare il profilo di rischio insito nei Buoni Fruttiferi Postali: la presenza di grandi masse di bilancio soggette ad opzioni di rimborso anticipato rappresenta uno dei casi riconosciuti in cui tali modelli sono sconsigliati. Questi elementi hanno reso necessaria, oltre che opportuna, l'applicazione al rischio tasso della migliore pratica di gestione dei rischi.

CDP calcola le misure di esposizione e di rischio a partire dalla valutazione di tutte le poste in bilancio - in un'ottica che viene comunemente definita "prospettiva del valore economico" - e misura la variazione di valore di tali poste a seguito di perturbazioni piccole (analisi di *sensitivity*) e grandi (*stress test*) dei fattori di rischio.

Il passaggio dalle misure di esposizione ottenute dalle analisi di *sensitivity* e di stress alle misure di rischio avviene assegnando una probabilità ai possibili scenari di mercato: si ottiene in tal modo una distribuzione statistica del valore delle poste di bilancio considerate. Tale struttura di monitoraggio si traduce nel calcolo del *Value-at-Risk (VaR)*, che sintetizza in un solo valore il risultato delle simulazioni svolte. Pur conoscendo i limiti insiti in una misura di sintesi, CDP utilizza la misura di VaR in quanto ritiene che presenti due sostanziali pregi:

- recepire in un solo valore le conseguenze di caratteristiche complesse dei mercati e dei prodotti (volatilità, correlazioni, opzionalità e asimmetrie);
- permettere, tramite il test retrospettivo (*backtesting*), di controllare le ipotesi alla base del calcolo e delle simulazioni.

Al VaR, che offre una prospettiva dei rischi a portafoglio invariato, CDP ha affiancato un sistema di ALM dinamico (DALM)¹, che consente di simulare sotto diversi scenari di mercato l'impatto di operazioni correttive di copertura sull'esposizione al rischio e sul margine di interesse all'interno dell'orizzonte pluriennale del piano industriale, date le strategie di *pricing* dei prodotti.

CDP punta a sfruttare al massimo le "coperture naturali" tra poste attive e passive a tasso fisso. L'attività di copertura avviene quindi principalmente su sottoinsiemi delle poste attive o passive a seconda del segno dell'esposizione netta, in ottica di contenimento del VaR complessivo.

Nell'ambito di un sistema di deleghe definito ed approvato dal CdA, la responsabilità della gestione operativa del rischio tasso (come per tutti i rischi di mercato) è assegnata alla Direzione Finanza. La misurazione ed il monitoraggio del rischio di tasso di interesse sono effettuati dall'Area Risk Management a beneficio del top management che aggiorna periodicamente il CdA.

Attività di copertura del *fair value*

Le strategie sottostanti alle attività di copertura del *fair value* sono volte a ridurre le misure di rischio tasso di interesse mediante la stipula con primarie controparti finanziarie di contratti derivati.

La Gestione Ordinaria viene di regola immunizzata al rischio tasso in fase di *origination*: in relazione al passivo, le emissioni a tasso variabile strutturate sono state coperte con IRS indicizzati al parametro Euribor 6 mesi più spread mentre, per quanto concerne l'attivo, i finanziamenti a tasso fisso sono stati coperti da IRS *amortizing*² in cui CDP paga fisso e riceve variabile.

Tutte le coperture relative alla Gestione Ordinaria sono di tipo *micro fair value hedge*³; nel caso delle emissioni si tratta di coperture specifiche; per i finanziamenti può accadere che la copertura riguardi un aggregato omogeneo di finanziamenti.

La Gestione Separata presenta una situazione particolare, dovuta alle ingenti masse non coperte, come si è detto preesistenti alla costituzione di CDP in S.p.A. Per quanto riguarda le passività finanziarie, nel corso del 2005, a

¹ E' un sistema di ALM (*Asset Liability Management*) dinamico, di cui CDP si è dotata nel 2006, 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.

² Con rimborsi decrescenti del capitale nozionale.

³ Lo Ias 39 prevede l'applicazione dell'*hedge accounting* ad elementi specifici (singole poste patrimoniali, o a gruppi omogenei di queste), escludendo le operazioni di copertura di posizioni nette, salvo quanto previsto in tema di *fair value hedge* di un portafoglio dal rischio tasso. Parlando di **micro coperture** ci si deve riferire ad operazioni nelle quali è possibile individuare una relazione uno-a-uno tra strumento di copertura e oggetto coperto.

fronte dell'esposizione negativa alla riduzione dei tassi di interesse, CDP ha attuato un programma di coperture del rischio tasso su un portafoglio di Buoni Postali, attuato mediante IRS di tipo *roller-coaster*⁴ in cui CDP riceve fisso e paga Euribor 12 mesi più spread. Le emissioni di covered bond a tasso fisso in Euro sono invece state sistematicamente trasformate a tasso variabile tramite IRS in fase di *origination*.

In relazione alle attività finanziarie, all'inizio del 2006, a seguito dell'operazione di rinegoziazione dei finanziamenti a tasso fisso a carico Stato, CDP presentava un'esposizione negativa al rialzo dei tassi, a fronte della quale è stato realizzato un programma di micro-coperture del rischio tasso, individuando portafogli di mutui omogenei per tasso e scadenza. L'attività di copertura è avvenuta mediante la stipula di IRS *amortizing* in cui CDP paga fisso e riceve Euribor 6 mesi più spread.

Nel corso del 2007 e del 2008 è proseguita un'analoga attività di copertura di parte delle nuove concessioni sull'attivo a tasso fisso, unitamente ad operazioni che hanno riguardato finanziamenti a tasso fisso preesistenti.

Al 31/12/2008 il nozionale dei contratti derivati stipulati a fronte del rischio di tasso è pari a 34 miliardi di euro (35 miliardi di euro al 31/12/2007).

Attività di copertura dei flussi finanziari

Al 31 dicembre 2008 l'unica copertura di flussi finanziari in essere riguarda l'emissione di un Covered Bond a tasso fisso in YEN, che è stato coperto con un *cross currency swap* che ha consentito di eliminare l'incertezza sui flussi di cassa derivante dal tasso di cambio, mediante la conversione dell'esposizione originaria in una a tasso fisso in Euro.

Al 31/12/2008 il nozionale dei contratti derivati stipulati a fronte del rischio di cambio è pari a 79 milioni di euro (61 milioni di euro al 31/12/2007).

Attività di copertura del rischio prezzo

Il rischio prezzo collegato alle emissioni dei Buoni Indicizzati a Scadenza e delle serie "Premia" viene sistematicamente immunizzato tramite l'acquisto di opzioni speculari a quelle implicite nei buoni. Il nozionale di opzione acquistata per ciascuna emissione di Buoni indicizzati a scadenza e di Buoni "Premia" è determinato sulla base del modello proprietario dei rimborsi.

⁴ Montagne russe.

Al 31/12/2008 il nozionale dei contratti derivati stipulati a fronte del rischio di prezzo sui Bpf indicizzati e sui Bpf "Premia" è pari a 21 miliardi di euro (9 miliardi di euro al 31/12/2007).

5.4. Attività internazionali

Nel corso del 2008 CDP ha avviato una serie di contatti con le consorelle istituzioni di Francia e Germania e con la Commissione Europea e la Banca Europea degli Investimenti che ha portato, dopo il meeting informale del Consiglio ECOFIN tenutosi a Nizza nel settembre 2008, alla costituzione del "Club degli investitori di lungo termine" volto a promuovere il ruolo positivo degli investitori di lungo termine per la crescita e la stabilità dell'economia globale. Ne è seguita l'approvazione da parte del Consiglio Europeo del "Network Marguerite". Nella prima fase l'iniziativa ha coinvolto, oltre a CDP, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) e la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), sotto la guida della Commissione Europea e della BEI, allo scopo di proporre una nuova azione coordinata, focalizzata sui nuovi strumenti di finanziamento di progetti nel campo dell'energia e delle infrastrutture.

Il primo risultato è l'istituzione in corso del Fondo Marguerite, nella forma di una società di diritto lussemburghese *SICAV-FIS/SA* (la quale emetterà azioni per la sottoscrizione degli impegni di investimento da parte degli investitori), per investimenti diversificati a lungo termine in tutti i 27 paesi dell'Unione Europea e su tre settori infrastrutturali: trasporti, energia, fonti rinnovabili.

Nel luglio del 2008, nel quadro delle iniziative a supporto dell'Unione per il Mediterraneo, Caisse de Dépôts et Consignations e CDP hanno altresì deciso di istituire, nella forma di una società di diritto francese *société par actions simplifiée (SAS)* a capitale variabile, il Fondo di *private equity* denominato *InfraMed Infrastructure Fund (IIF)*, destinato a finanziare infrastrutture nel comparto dei trasporti, dell'energia e dello sviluppo sostenibile nei paesi del sud e dell'est del Mediterraneo (Marocco, Algeria, Mauritania, Tunisia, Libia, Egitto, Israele, Giordania, Autorità della Palestina, Libano e Siria).

Le due Istituzioni, in armonia con lo sviluppo dei progetti internazionali e la comunanza di vedute e di obiettivi, stanno anche riflettendo sulla fattibilità di un accordo di cooperazione strategica che, senza stabilire tra le parti impegni di esclusiva, istituisca una costante attività di cooperazione e di consultazione nell'attuazione delle rispettive politiche di investimento a lungo termine.

6. Sistema dei controlli interni: i risultati dell'attività di audit

In materia di controlli interni CDP S.p.A. ha sviluppato 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.

Nel corso del 2007 l'Area Internal Auditing è stata impegnata nella realizzazione degli audit previsti dal Piano annuale approvato dal Consiglio di amministrazione della CDP S.p.A. del 31 gennaio 2007 e predisposto sulla base di una consolidata metodologia qualitativa per l'analisi preliminare dei rischi presenti nei processi aziendali, in linea con gli obiettivi strategici definiti dal Piano industriale 2005-2009. Sulla base della medesima metodologia, è stato altresì predisposto il nuovo Piano annuale delle attività dell'Area, sottoposto all'approvazione del Consiglio di amministrazione nel gennaio 2008.

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 nel corso dell'esercizio sono state altresì portate periodicamente a conoscenza degli organi societari di amministrazione e controllo.

Nel corso dell'anno 2008 l'Area ha rafforzato il sistema di acquisizione di dati e informazioni dalle strutture aziendali, funzionale ad un più efficiente svolgimento delle attività di monitoraggio sul regolare andamento dell'operatività aziendale. Tali flussi informativi sono rivolti sia all'Internal Auditing che all'Organismo di Vigilanza costituito ai sensi del decreto legislativo n. 231/01.

Oltre ad una sistematica e professionale attività di monitoraggio sul corretto funzionamento del complessivo sistema di controllo interno della società, l'Area Internal Auditing ha quindi continuato a fornire supporto al citato Organismo di Vigilanza ex d.lgs. n. 231/01 costituito nel 2004 e rinnovato nel 2007, per scadenza degli incarichi triennali.

Infatti, a seguito della revisione del "Modello di organizzazione gestione e controllo" da parte del Consiglio di amministrazione sono state definite le modalità di vigilanza che consistono nello svolgimento di attività di controllo dedicate al rispetto del modello organizzativo ed all'aggiornamento dello stesso in funzione degli sviluppi normativi, dell'organizzazione e delle attività aziendali. A tal fine l'Area Internal Auditing, oltre a svolgere nell'ambito di

ciascun audit una verifica finalizzata al rispetto del "Modello di organizzazione gestione e controllo", ha definito i flussi informativi sopra richiamati ed ha effettuato una continua attività di monitoraggio dell'evoluzione normativa e organizzativa con impatto sui rischi relativi alla responsabilità amministrativa degli enti collettivi, formulando conseguenti proposte di modifica del Modello, portate all'approvazione del Consiglio di amministrazione medesimo.

Inoltre, per effetto del nuovo art. 24 bis dello Statuto, dell'aggiornato Regolamento Aziendale e del Regolamento della funzione di Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari (l. n. 262/2005), l'Area Internal Auditing ha svolto una nuova e significativa attività di supporto alle responsabilità del Dirigente Preposto, consistente nell'attuazione di un articolato "Piano di Testing", finalizzato appunto alla verifica dell'effettività del sistema di controllo interno a presidio delle procedure amministrativo-contabili di CDP.

Infine, per effetto dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 231/07, di recepimento della III Direttiva CE relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminosi e di finanziamento del terrorismo, l'Area Internal Auditing è stata individuata quale struttura accentrata delegata a scambiare con l'Autorità di vigilanza tutte le comunicazioni relative alle segnalazioni di operazioni sospette, compresi gli eventuali approfondimenti richiesti dall'Autorità medesima. Ad essa sono stati pertanto attribuiti nuovi compiti, anche di controllo, connessi all'esercizio della funzione delegata dal rappresentante legale dell'Istituto in materia di antiriciclaggio e antiterrorismo.

Nel corso del 2008 l'Area Internal Auditing ha proseguito la realizzazione degli audit previsti dal Piano annuale approvato dal Consiglio di amministrazione. Sulla base della medesima metodologia utilizzata negli anni precedenti è stato altresì predisposto il nuovo Piano annuale delle attività dell'Area, sottoposto all'approvazione del Consiglio di amministrazione nel gennaio 2009.

In attuazione di quanto previsto dall'art. 154 bis del T.U.F. (Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari), nel corso del 2008 è proseguita in CDP l'attività di:

- disegno del sistema di controllo, formalizzazione dei processi amministrativo contabili e dei relativi controlli secondo criteri di tracciabilità, ripercorribilità, supervisione e monitoraggio;
- risk assessment, valutazione dei processi secondo logiche di identificazione dei rischi per identificare i profili di rischio e i controlli posti a presidio;

- test di effettività e verifica dell'affidabilità del sistema di controllo;
- valutazione dei risultati, configurazione dei piani di azione correttivi e processo di certificazione ai fini dell'attestazione del Dirigente preposto e degli organi amministrativi delegati da rilasciare in sede di approvazione del bilancio di esercizio e del bilancio consolidato.

Per le suddette attività il Dirigente preposto è stato supportato, in linea con quanto definito nel "Regolamento per il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari" approvato a luglio 2007 dal Consiglio di amministrazione, dall'Area Sviluppo Organizzativo relativamente alla formalizzazione dei processi amministrativo-contabili e dall'Area Internal Auditing che ha svolto una significativa attività di supporto alle responsabilità del Dirigente Preposto, consistente nell'attuazione di un articolato "piano di testing", finalizzato appunto alla verifica dell'effettività del sistema di controllo interno a presidio delle procedure amministrativo-contabili di CDP.

Inoltre sono stati effettuati periodici scambi informativi tra il Dirigente Preposto e i principali organi/soggetti di controllo interni ed esterni. In particolare, per quanto riguarda il Consiglio di amministrazione, il Dirigente preposto, oltre a garantire appositi flussi informativi riguardo le attività svolte, partecipa alla seduta del Consiglio di amministrazione in cui viene approvato il progetto di bilancio e, *ad audiendum*, alle riunioni in cui vengono trattati temi pertinenti alla propria attività.

7. Il monitoraggio del rischio

L'Area Risk Management ha la responsabilità di garantire la misurazione ed il controllo, sia puntuale che prospettico, dell'esposizione ai rischi di mercato, credito, liquidità e operativi, nonché di far rispettare i limiti approvati dal Consiglio di amministrazione, di monitorare gli assorbimenti di capitale economico e concorrere all'attività di capital management. L'Area ha altresì il compito di mettere a disposizione dell'azienda modelli di calcolo certificati.

I principi guida per la gestione dei rischi della CDP sono riassunti nel Regolamento Rischi predisposto dall'Area Risk Management e approvato dal Consiglio di amministrazione. I principi prevedono:

- la segregazione di ruoli e responsabilità in relazione all'assunzione e controllo dei rischi;
- l'indipendenza organizzativa del controllo dei rischi dalla gestione operativa dei medesimi;
- il rigore nei sistemi di misurazione e controllo.

Lo scopo del Regolamento Rischi è quello di definire:

- l'ambito di applicazione del Regolamento;
- la *governance* del Regolamento nell'ambito di CDP;
- le metriche di valutazione (misurazione e mappatura dei rischi);
- i limiti;
- i processi di controllo dei rischi;
- la reportistica;
- il presidio tecnologico predisposto da CDP nella forma di sistema proprietario.

L'approvazione, l'emanazione e la revisione del Regolamento Rischi sono di competenza del Consiglio di amministrazione su proposta del vertice aziendale.

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, di liquidità e di prezzo, principalmente riconducibile allo sfasamento temporale delle scadenze delle poste attive e passive del bilancio e all'opzionalità implicita nei mutui dell'attivo e nei buoni postali del passivo.

In relazione alle attività finanziarie, all'inizio del 2006, a seguito dell'operazione di rinegoziazione dei finanziamenti a tasso fisso a carico Stato, CDP presentava un'esposizione negativa al rialzo dei tassi, a fronte della quale è stato realizzato un programma di micro-coperture del rischio tasso, individuando portafogli di mutui omogenei per tasso e scadenza.

Nel corso del 2007 e del 2008 è proseguita un'analoga attività di copertura di parte delle nuove concessioni sull'attivo a tasso fisso, unitamente ad operazioni che hanno riguardato finanziamenti a tasso fisso preesistenti.

La seconda parte del 2008 è stata caratterizzata da una situazione del tutto eccezionale sui mercati interbancari, su quelli obbligazionari e su quelli dei relativi derivati. L'insolvenza di una primaria banca d'investimento internazionale e gli altri eventi che hanno caratterizzato l'aggravarsi della crisi creditizia hanno comportato, oltre ad una diminuzione della liquidità, ripetuti e drastici cambiamenti delle aspettative degli operatori. Ciò ha avuto come conseguenze visibili una elevatissima variabilità dei tassi di interesse e delle relative volatilità implicite e una minore correlazione tra i tassi di diverse scadenze, anche tra loro vicine.

In tale contesto CDP ha contenuto l'esposizione ad un aumento dei tassi di interesse con coperture su finanziamenti a tasso fisso della gestione separata di nuova produzione, individuati in base ad una soglia minima di capitale concesso.

L'esposizione e le misure di rischio sono state oggetto di costante monitoraggio. A fine 2008 il rischio tasso fronteggiato da CDP derivava quasi interamente da movimenti dell'inclinazione della curvatura della struttura a termine, da movimenti delle volatilità implicite delle *swaption* e da variazioni della curva inflazione.

Le componenti di rischio azionario che derivano dalla proprietà delle grandi partecipazioni quotate concernono movimenti avversi dei titoli sul mercato. Ciò si potrebbe tradurre - come accaduto nel corso del 2008 - in una significativa diminuzione del valore, con potenziali effetti negativi su Stato Patrimoniale e/o Conto Economico. Un'ulteriore fonte del rischio di prezzo è

dovuta all'indicizzazione al Dow Jones EUROSTOXX 50 dei Buoni Fruttiferi Postali "Indicizzati a scadenza" e dei Buoni "Premia".

Per il rischio azionario relativo alle partecipazioni in società quotate (sia collegate che non collegate) CDP applica un approccio di assicurazione di portafoglio. Il rischio prezzo collegato alle emissioni dei Buoni Indicizzati a Scadenza e delle serie "Premia" viene, invece, sistematicamente immunizzato tramite l'acquisto di opzioni speculari a quelle implicite nei buoni. Il nozionale di opzione acquistata per ciascuna emissione è determinato sulla base del modello proprietario dei rimborsi.

Rischio di credito

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

Nell'ambito delle politiche di credito, CDP adotta un sistema di concessione dei finanziamenti agli Enti Territoriali in grado di ricondurre ogni prestito a categorie omogenee di rischio, definendo in maniera adeguata il livello di rischio associato ai singoli Enti, con l'ausilio di parametri quantitativi differenziati per tipologia di Ente e relativa dimensione.

Nel corso dell'esercizio 2008 CDP ha rivisto la metodologia del calcolo dei plafond degli Enti Target (Regioni, Province, Comuni Capoluoghi e Comuni con popolazione superiore a 65.000 abitanti), al fine di meglio valutare, anche nella concessione di finanziamenti agli enti pubblici territoriali, l'analisi di merito di credito della controparte. La nuova metodologia tiene conto di opportuni indici di bilancio, dei dati statistici relativi alle accensioni di operazioni finanziarie da parte degli Enti sia tramite CdP sia tramite altre Istituzioni Finanziarie, nonché del mantenimento di opportuni livelli di merito creditizio, differenziato per categoria di Ente.

Per la mitigazione del rischio di credito derivante dalle operazioni di finanziamento CDP si avvale delle tecniche usualmente impiegate in ambito bancario. Oltre all'acquisizione di garanzie, principalmente nelle operazioni di pertinenza della Gestione Ordinaria, è prevista la possibilità di inserire nei contratti di finanziamento l'obbligo per la controparte del rispetto di opportuni *covenants* finanziari, che consentano a CDP un più attento monitoraggio del rischio creditizio durante la durata dell'operazione.