

(migliaia di euro)

IMMOBILIZZAZIONI

	31/12/2008	31/12/2007	Variazione (%)
Attività materiali	207.860	208.205	-0,2%
Attività immateriali	6.379	5.469	16,6%
Totale delle immobilizzazioni	214.238	213.674	0,3%

Il valore di tali investimenti in attività materiali presenta una sostanziale stabilità rispetto al precedente esercizio (-0,2%), sebbene l'analisi dell'andamento al lordo degli ammortamenti evidenzia investimenti significativi per la ristrutturazione degli immobili, il rinnovo degli arredi e degli impianti, connessi in particolare alla ristrutturazione in corso nella sede sociale di Roma.

Si evidenzia di seguito il dettaglio della movimentazione 2008 per ciascuna categoria di cespiti.

(migliaia di euro)

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

	Valore netto iniziale	Incrementi/ Decrementi netti	Ammortamenti 2008	Valore netto finale	Variazione esercizio (%)
Terreni	117.406	-	-	117.406	0,0%
Immobili	74.237	413	(2.478)	72.172	-2,8%
Impianti	6.911	1.803	(2.181)	6.533	-5,5%
Hardware e macchine d'ufficio elettroniche	3.794	937	(1.254)	3.477	-8,4%
Mobili e arredi	3.093	993	(628)	3.458	11,8%
Immobilizzazioni materiali in corso	1.607	1.899	-	3.506	118,2%
Manutenzioni su beni di terzi	1.069	368	(203)	1.234	15,4%
Altre	88	8	(23)	73	-17,2%
Totale delle immobilizzazioni materiali	208.205	6.421	(6.767)	207.860	-0,2%

L'andamento delle immobilizzazioni immateriali presenta un incremento del 16,6% dettagliato come segue.

(migliaia di euro)

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

	Valore netto iniziale	Incrementi/ Decrementi netti	Ammortamenti 2008	Valore netto finale	Variazione esercizio (%)
Diritti di utilizzazione opere dell'ingegno	10	-	(4)	5	-45,0%
Licenze, marchi e diritti simili	4.732	1.390	(1.644)	4.478	-5,4%
Altre immobilizzazioni immateriali	624	1.510	(239)	1.895	203,9%
Immobilizzazioni immateriali in corso ed acconti	104	(104)	-	0	-100,0%
Totale delle immobilizzazioni immateriali	5.469	2.796	-1.887	6.379	16,6%

L'incremento della voce è connesso principalmente all'implementazione dei progetti relativi ai sistemi informativi aziendali.

Stato Patrimoniale - Passivo

Il passivo patrimoniale evidenzia, rispetto al 31 dicembre 2007, un incremento riconducibile principalmente alla raccolta netta positiva registrata dal Risparmio postale e, in misura minore, all'aumento del valore di bilancio inerente agli strumenti derivati di copertura, a fronte di una consistente riduzione del patrimonio netto, conseguente alla già citata riduzione del valore di mercato dei titoli azionari di Eni S.p.A. ed Enel S.p.A..

La composizione della raccolta della CDP S.p.A. è dettagliata nella tabella seguente.

(milioni di euro)

RACCOLTA

	31/12/2008	31/12/2007	Variazione %
Raccolta da banche	470	698	-32,7%
Raccolta da clientela	10.119	10.951	-7,6%
Raccolta rappresentata da titoli obbligazionari	9.899	9.314	6,3%
Raccolta postale	175.116	157.248	11,4%
Totale raccolta	195.603	178.213	9,8%

La **raccolta da banche** evidenzia una flessione del 33%, dovuta alla riduzione dei depositi passivi connessi ai Credit Support Annex, in parte controbilanciata dall'aumento delle linee di credito messe a disposizione dalla Banca Europea per gli Investimenti.

La **raccolta da clientela**, riferita sostanzialmente alla quota parte dei prestiti di scopo in ammortamento al 31 dicembre 2008 non ancora erogata, ha subito una contrazione dell'8%, in quanto l'ammontare erogato a clientela è risultato superiore alla somme residue da erogare sui prestiti entrati in ammortamento nel corso dell'anno.

Sul lato della **raccolta rappresentata da titoli** si registra un aumento del 6% circa a seguito delle nuove emissioni obbligazionarie completate nell'ambito della Gestione Ordinaria.

La **raccolta postale**, come già rilevato, è aumentata dell'11% circa, grazie alla raccolta netta rilevata sia con riferimento ai libretti che ai buoni fruttiferi.

Le **altre voci del passivo** si compongono come segue:

(milioni di euro)

ALTRE VOCI DEL PASSIVO

	31/12/2008	31/12/2007	Variazione %
Passività di natura transitoria	11	3	332,5%
Passività verso soggetti diversi	673	674	-0,2%
Passività di natura fiscale	300	165	81,5%
Totale altre voci del passivo	985	842	16,9%

Le passività verso soggetti diversi fanno riferimento al compenso ancora da versare a Poste Italiane per il servizio di gestione e collocamento della raccolta postale mentre le passività di natura fiscale sono composte principalmente dalle ritenute fiscali operate sugli interessi maturati sulla Raccolta postale che saranno versate all'Erario nel 2009.

I fondi si compongono delle seguenti voci di dettaglio:

(milioni di euro)

FONDI

	31/12/2008	31/12/2007	Variazione %
Fondi fiscali	927	1.128	-17,9%
Fondo trattamento di fine rapporto	1	1	-6,4%
Fondo rischi e oneri diversi	8	2	325,0%
Totale Fondi	935	1.131	-17,3%

I fondi fiscali valorizzano i debiti connessi alle imposte correnti e differite.

Il fondo trattamento di fine rapporto rimane di esiguo importo, in quanto i dipendenti CDP hanno conservato, anche dopo la trasformazione in società per azioni, il regime pensionistico INPDAP, che prevede il versamento allo stesso ente anche degli oneri relativi al trattamento in questione. La quota di TFR evidenziata fa, quindi, capo al trattamento dei soli dipendenti assunti dopo la trasformazione in S.p.A. (in regime previdenziale INPS), che non è stata destinata al Fondo di previdenza complementare, secondo quanto previsto in materia dalla normativa vigente.

Il fondo per rischi ed oneri diversi fa riferimento ai contenziosi in essere al 31 dicembre 2008 e agli oneri futuri per il personale.

Il patrimonio netto della CDP S.p.A. al 31 dicembre 2008 si compone come di seguito evidenziato:

(milioni di euro)

PATRIMONIO NETTO

	31/12/2008	31/12/2007	Variazione %
Capitale	3.500	3.500	0,0%
Riserva legale	232	163	42,0%
Altre riserve	3.433	2.583	32,9%
Riserve da valutazione	1.162	6.736	-82,7%
Utile dell'esercizio	1.389	1.374	1,2%
Totale Patrimonio Netto	9.716	14.356	-32,3%

Il confronto con l'esercizio precedente evidenzia una significativa diminuzione delle riserve da valutazione connessa con l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni quotate classificate tra le attività finanziarie disponibili per la vendita.

13.2. Conto economico

Si espone di seguito la situazione economica del 2008 riclassificata con criteri gestionali raffrontata con i corrispondenti dati rilevati nell'esercizio precedente.

Conto economico riclassificato

	Esercizio 2008 (€/mil)	Esercizio 2007 (€/mil)	Variazione (%)
Interessi attivi e proventi assimilati	8.139	7.144	14%
di cui interessi attivi su crediti verso clientela e banche	3.861	3.798	2%
Interessi passivi e oneri assimilati	(5.780)	(4.938)	17%
MARGINE D'INTERESSE	2.360	2.206	6,9%
Dividendi	1.051	997	5%
Commissioni attive	7	5	33%
Commissioni passive	(736)	(760)	-3%
di cui commissioni di gestione risparmio postale	(736)	(760)	-3%
Risultato netto dell'attività di negoziazione	(12)	9	N/S
Risultato netto dell'attività di copertura	(145)	(55)	163%
Utili (o perdite) da cessione o riacquisto di attività e passività	8	20	-60%
MARGINE D'INTERMEDIAZIONE	2.532	2.423	4,5%
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento	(24)	(10)	146%
di cui rettifiche per deterioramento di crediti	(24)	(10)	146%
RISULTATO NETTO DELLA GESTIONE FINANZIARIA	2.508	2.414	3,9%
Spese amministrative	(65)	(66)	-1%
di cui spese per il personale	(41)	(39)	4%
Altri oneri/proventi di gestione	1	1	-46%
RISULTATO DI GESTIONE	2.444	2.349	4,0%
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	(1)	(1)	19%
Rettifiche di valore su immobilizzazioni	(9)	(8)	14%
Utili (Perdite) delle partecipazioni	(505)	(472)	7%
Utili (Perdite) da cessione di investimenti	0	0	N/S
UTILE (PERDITA) DELL'OPERATIVITA' CORRENTE AL LORDO DELLE IMPOSTE	1.929	1.869	3,2%
Imposte	(540)	(495)	9%
UTILE D'ESERCIZIO	1.389	1.374	1,2%

L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 è stato caratterizzato da risultati economici in progresso rispetto all'anno precedente, dovuti al buon andamento dell'attività di intermediazione caratteristica.

Nel dettaglio, il margine di interesse, pari a 2.360 milioni di euro, evidenzia una crescita di circa il 7%, imputabile all'incremento delle masse intermedie a fronte di una lieve diminuzione del margine tra attivo e passivo.

Il margine di intermediazione è pari a 2.532 milioni di euro ed è in progresso del 4,5% circa rispetto al 2007, per effetto del già evidenziato aumento del margine di interesse in parte neutralizzato dal risultato delle valutazioni sulle operazioni di copertura effettuate attraverso strumenti derivati.

L'utile netto, pari a 1.389 milioni di euro, evidenzia un aumento del 1,2% rispetto all'esercizio precedente. Tale risultato sconta, in particolare, una rettifica di valore pari a 502 milioni di euro (rispetto ai 472 milioni di euro del 2007) apportata alla partecipazione indiretta in STMicroelectronics N.V., a fronte di una sostanziale stabilità delle ulteriori voci di conto economico, che non hanno subito variazioni rilevanti tra il 2007 ed il 2008.

I costi operativi si compongono delle seguenti voci di dettaglio.

	(migliaia di euro)		(%)
COSTI OPERATIVI			
	31/12/2008	31/12/2007	Variazione
Spese amministrative:	65.300	65.772	-0,7%
- spese per il personale	40.608	39.001	4,1%
- altre spese amministrative	24.693	26.771	-7,8%
Rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali	8.654	7.579	14,2%
Totale costi operativi	73.954	73.351	0,8%

I dati consuntivi evidenziano una sostanziale stabilità dei costi operativi complessivi, determinata da una lieve riduzione delle spese amministrative, in particolare non relative al personale, a fronte di un lieve aumento degli ammortamenti dovuto ai significativi investimenti in sistemi informativi ed in ristrutturazioni immobiliari avviati negli ultimi anni.

Le altre spese amministrative si compongono delle seguenti voci di dettaglio.

	(migliaia di euro)		(%)
DETTAGLIO ALTRE SPESE AMMINISTRATIVE			
	31/12/2008	31/12/2007	Variazione
Servizi professionali e finanziari	5.548	7.014	-20,9%
Spese informatiche	5.588	5.800	-3,7%
Spese di pubblicità e marketing	1.834	1.481	23,9%
Organi sociali	328	395	-16,9%
Pubblicazioni e banche dati	1.073	983	9,2%
Altre spese	10.321	11.098	-7,0%
<i>Manutenzioni beni mobili e immobili</i>	2.297	2.389	-3,8%
<i>Materiali di consumo</i>	274	259	6,0%
<i>Servizi</i>	4.523	5.126	-11,8%
<i>Assicurazioni</i>	158	179	-11,7%
<i>Utenze</i>	1.672	1.601	4,4%
<i>Imposte indirette e tasse</i>	1.305	1.166	11,9%
<i>Altre</i>	93	378	-75,5%
Totale altre spese amministrative	24.693	26.771	-7,8%

L'analisi delle altre spese amministrative sostenute nel 2008 evidenzia una flessione generalizzata dei costi, nell'ambito dei quali si sono in particolare ridotte le spese per servizi professionali e finanziari (-21%) e le spese per servizi (-12%) rispetto all'esercizio precedente, in quanto il 2007 era stato caratterizzato da impegni rilevanti inerenti ai progetti di sviluppo di nuovi sistemi informativi. Fanno eccezione le spese di pubblicità e marketing e per l'acquisto di pubblicazioni e banche dati, aumentate nel corso dell'anno in prevalenza in relazione alle comunicazioni obbligatorie delle condizioni offerte per gli impieghi e la raccolta di Gestione Separata.

13.3. Indicatori di sintesi della gestione

Il positivo risultato reddituale dell'esercizio 2008 viene confermato anche dall'osservazione dei principali indicatori di sintesi.

(‰ o in euro per azione)

INDICI DI REDDITIVITÀ (DATI RICLASSIFICATI)

	2008	2007
Utile d'esercizio / Patrimonio netto iniziale (ROE)	9,7%	10,4%
Utile d'esercizio / Patrimonio netto medio (ROAE)	11,5%	10,0%
Imposte sul reddito / Utile ante imposte (tax rate)	28,0%	26,5%
Utile d'esercizio / Totale attivo medio (ROAA)	0,7%	0,7%
EPS (Euro per azione)	3,97	3,92

In termini relativi la redditività del capitale proprio (ROE) si è attestata al 9,7%, in lieve contrazione rispetto all'esercizio precedente; il rendimento sul capitale si mantiene, comunque, sostanzialmente in linea con gli obiettivi di redditività di CDP S.p.A. fissati nel proprio Piano Industriale.

Analogamente ai precedenti esercizi, il carico fiscale medio (pari a circa il 28% dell'utile al lordo delle imposte) beneficia del contributo ai ricavi fornito dai dividendi da partecipazioni, solo parzialmente imponibili ai fini fiscali.

(%)

MARGINE D'INTERESSE (DATI RICLASSIFICATI)

	2008	2007
Interessi attivi / Attività fruttifere medie (escluse azioni e partecipazioni)	4,5%	4,4%
Interessi attivi e dividendi / Attività fruttifere medie	4,7%	4,4%
Interessi passivi / Passività onerose medie	3,1%	2,9%
Margine attività fruttifere - passività onerose	1,4%	1,5%
Margine d'interesse / Attività fruttifere medie (escluse partecipazioni)	1,3%	1,3%
Incidenza interessi su crediti verso clientela e verso banche su interessi attivi totali	47,4%	53,2%

Come già evidenziato, l'espansione del margine di interesse è da ricondurre all'aumento delle masse intermedie a fronte di una lieve riduzione del margine tra impieghi e raccolta, dovuto ad un aumento non parallelo del costo della raccolta rispetto al rendimento degli impieghi.

Nel corso dell'anno si è continuato a ridurre il peso relativo degli interessi derivanti da crediti verso clientela e verso banche rispetto agli interessi attivi totali, per effetto del maggior peso delle disponibilità liquide nell'ambito dell'attivo patrimoniale.

(%)

COMPOSIZIONE DEI RICAVI (DATI RICLASSIFICATI)

	2008	2007
Margine di interesse / Margine di intermediazione	93,2%	91,0%
Commissioni nette / Margine di intermediazione	-28,8%	-31,1%
Altri ricavi / Margine di intermediazione	35,6%	40,1%
Commissione passive / Raccolta postale	0,42%	0,48%

Il margine di interesse ha contribuito ai ricavi per il 93,2% (in aumento di circa 2 punti percentuali rispetto al 2007); anche il contributo delle commissioni nette risulta in progresso (nel 2008 è stato negativo per 28,8% anziché per 31,1%). In particolare, è diminuito il peso delle commissioni passive, sia in termini assoluti che in relazione allo stock di Risparmio postale, principalmente per effetto della decurtazione (di natura non ricorrente) della commissione da corrispondere a Poste italiane S.p.A. in conseguenza del parziale mancato raggiungimento degli obiettivi di raccolta netta previsti in convenzione. Si rammenta che in tale aggregato non sono incluse le commissioni di distribuzione maturate sui buoni postali fruttiferi, le quali vengono ammortizzate lungo la vita attesa di tali strumenti e sono incluse pertanto tra gli interessi passivi.

Gli altri ricavi netti, che includono principalmente i dividendi e il risultato dell'attività di copertura, sono, invece, diminuiti sia in valore assoluto che in termini di contribuzione al margine di intermediazione.

(in migliaia di euro o %)

EFFICIENZA OPERATIVA (DATI RICLASSIFICATI)

	2008	2007
Crediti verso clientela e verso banche / Dipendenti	206.109	201.102
Margine di intermediazione / Dipendenti	6.346	6.198
Risultato di gestione / Dipendenti	6.124	6.008
Costi di struttura / Dipendenti	185	188
Spese per il personale / Dipendenti	102	100
Rapporto cost / income	2,9%	3,0%
Rapporto cost / income (con commissioni passive su raccolta postale)	25,0%	26,2%

Il numero di risorse in organico è aumentato in maniera meno che proporzionale rispetto ai ricavi ed ai costi (ad eccezione delle spese per il personale stesso) determinando, da un lato, un aumento delle masse

intermediate e dei risultati economici per dipendente e, dall'altro, una riduzione dei costi di struttura per dipendente.

Il rapporto *cost-to-income* per l'esercizio 2008 si attesta al 2,9%, sostanzialmente in linea rispetto all'esercizio precedente.

Anche riclassificando le commissioni relative al Risparmio postale tra i costi operativi, l'andamento del rapporto *cost-to-income* registra nel 2008 un'incidenza percentuale sui ricavi leggermente inferiore rispetto al 2007, attestandosi al 25% circa.

(%)

STRUTTURA PATRIMONIALE (DATI RICLASSIFICATI)

	2008	2007
Crediti verso clientela e verso banche / Totale attivo	39,3%	40,1%
Crediti verso clientela e verso banche / Debiti verso clientela	47,0%	50,0%
Partecipazioni e azioni / Patrimonio netto finale	1,4x	1,4x
Crediti dubbi lordi / Crediti verso clientela e verso banche lordi	0,131%	0,083%
Rettifiche nette / Crediti verso clientela e verso banche netti	0,029%	0,012%

Si evidenzia come l'ammontare di Risparmio postale raccolto nel 2008 continui a registrare tassi di crescita superiori rispetto al flusso di nuovi impieghi nei confronti della clientela, contribuendo ad un ulteriore aumento dello stock di liquidità detenuto da CDP S.p.A. e di conseguenza del peso di quest'ultimo sull'attivo patrimoniale e rispetto allo stock di crediti verso clientela e banche.

Il peso delle partecipazioni e dei titoli azionari, confrontato con il patrimonio netto della società, è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 2007, a fronte della significativa contrazione sia del valore di bilancio dei titoli azionari che del livello di patrimonializzazione della società.

Le rettifiche di valore connesse al deterioramento della qualità creditizia delle controparti sono aumentate rispetto all'esercizio precedente, quasi esclusivamente in relazione alla parziale svalutazione dell'esposizione nei confronti di Lehman Brothers connessa ad operatività in strumenti derivati di copertura; al netto di tale rettifica, a fronte di un aumento delle masse intermedie, sono state registrate nel 2008 altre svalutazioni di importo pressoché nullo. Le poche posizioni problematiche, infatti, continuano per il momento a far riferimento a casi isolati, spesso estranei all'attività caratteristica di finanziamento degli enti territoriali.

14. Considerazioni conclusive

L'esame della gestione finanziaria di CDP condotta lo scorso anno sui primi tre esercizi (2004-2006) seguiti alla sua trasformazione in s.p.a. si era concluso evidenziando le principali questioni di prospettiva ancora aperte. Mentre si richiama l'esigenza che, in linea con quanto disposto, fra l'altro, dall'art. 2428 c.c. nel testo modificato dal d.lgs. 32/2007, siano già gli amministratori, nella loro relazione al bilancio d'esercizio, ad esaurientemente descrivere i principali rischi e incertezze cui la società è esposta, si ricorda che nel citato referto della Corte sugli esercizi 2004-2006 si evidenziavano in particolare:

- la persistente scarsa chiarezza sulla natura giuridica e sulla missione imprenditoriale di CDP (ente creditizio, superholding di partecipazioni pubbliche, catalizzatore della politica delle infrastrutture);
- i dubbi sull'effettività e sui tempi dell'auspicata evoluzione della società da comparto amministrativo a banca d'investimenti, protagonista dell'attività di infrastrutturazione del Paese;
- le implicazioni strategiche ed operative del ruolo di indirizzo vincolante riservato al Ministero dell'Economia e delle Finanze;
- il ruolo e le modalità di presenza delle Fondazioni come azionisti di minoranza.

Tra i punti di forza venivano sottolineati la significativa redditività e l'elevata efficienza aziendale, a sua volta testimoniata da un'organizzazione tanto razionale e snella (solo 400 addetti), quanto fortemente professionalizzata. Veniva poi rilevato come CDP dimostrasse altresì di riuscire ad assolvere in modo soddisfacente la sua funzione tradizionale di raccolta di un imponente flusso di risparmio proveniente da una clientela *retail* caratterizzata da una bassa o nulla propensione al rischio, per impiegarlo, sia per finanziare le opere infrastrutturali destinate alla fornitura dei servizi pubblici a carattere locale, sia per consentire al MEF di disporre di liquidità necessaria per la gestione di tesoreria.

Ma è proprio a quest'ultimo profilo, oltre che a quello della persistente assenza di CDP sul fronte delle grandi opere di interesse nazionale, che venivano ricondotti anche i principali punti di debolezza, tra i quali si sottolineava quello di un impiego della raccolta poco improntato all'imprenditorialità, soprattutto per essere in larga parte diretto a finanziare la gestione di tesoreria dello Stato.

Sotto questo aspetto, il giudizio deve restare invariato anche per il biennio 2007-2008. Nel 2008, infatti, su un totale di 8.139 milioni di interessi attivi e proventi assimilati, quelli diversi dagli interessi attivi su crediti verso la clientela sono ammontati a ben 4.278 milioni e sono interamente riconducibili alla remunerazione del conto corrente fruttifero aperto presso la Tesoreria Centrale dello Stato sul quale vengono versate le disponibilità liquide di CDP. Da notare che il peso di quest'ultima componente, per effetto della molto più contenuta dinamica degli impieghi in crediti verso clientela e verso banche (+4,1% nel 2007 e +3,1% nel 2008) rispetto a quella della raccolta del risparmio postale (+8,8% nel 2007 e +11,4% nel 2008), è andato progressivamente aumentando nel corso degli ultimi esercizi, passando da circa il 40 per cento del totale nel 2006 al 47 per cento circa nel 2007 ed al 52,6 per cento nel 2008. Si tratta di un impiego della raccolta che, se, da un lato, evidenzia il persistente ruolo di finanziatore del Tesoro svolto da CDP, dall'altro, non essendo ovviamente improntato all'assunzione di alcun rischio imprenditoriale, in buona parte fa anche assumere un diverso significato ai pur positivi risultati economici conseguiti. Infatti, ancorché drasticamente ridimensionato rispetto agli esercizi precedenti - quando era rimasto intorno al 20% del patrimonio netto iniziale ed al 17,5% del patrimonio netto medio - l'utile di esercizio è stato pari al 10,4% del patrimonio netto iniziale nel 2007 ed al 9,7% nel 2008 e rispettivamente al 10% e 11,5% del patrimonio netto medio negli stessi esercizi.

Dopo l'incorporazione di Infrastrutture SpA dal 1° gennaio 2006, CDP aveva visto rafforzata l'attesa per una sua funzione di massiccio sostegno agli investimenti nelle infrastrutture, in termini sia di finanziamenti diretti, sia agendo da volano per attrarre capitali privati, promuovendo, fra l'altro, a tale scopo, appositi fondi chiusi di investimento. A tal fine avrebbe dovuto soccorrere in particolare la gestione ordinaria. Ma si è trattato, tuttavia, di interventi piuttosto timidi e incerti, di fatto circoscritti e limitati, di scarso peso rispetto al volume delle tradizionali attività della gestione separata ed all'ampiezza delle esigenze che attendono di essere soddisfatte.

Sono state così frustrate le attese di un massiccio ed efficace impegno di CDP sia sul fronte delle grandi infrastrutture, sia su quello del rafforzamento e del supporto alle limitate capacità tecnico-progettuali e gestionali degli enti territoriali in materia di infrastrutture (oltre che nella pianificazione e nella

gestione di operazioni finanziarie complesse comportanti per gli stessi enti forti rischi di perdite crescenti nel medio-lungo termine).

Rispetto al passato, decisamente più concreta appare ora la possibilità che un effettivo ruolo di promotore dell'infrastrutturazione del paese possa essere effettivamente svolto dalla Cassa, grazie alla sopravvenuta possibilità di utilizzare a tal fine la stessa raccolta postale.

Infatti, a partire dalla seconda metà dell'esercizio 2008, evidentemente anche in ragione delle sollecitazioni indotte dal manifestarsi della crisi finanziaria ed economica più grave dell'ultimo dopoguerra, il Governo ha deciso di utilizzare la Cassa come strumento elettivo d'intervento per favorire la ripresa dell'economia. Sicché a CDP sono state intestate nuove missioni di finanziamento anche di infrastrutture questa volta semplicemente promosse dagli enti pubblici ma realizzate dai privati, nonché di finanziamento delle piccole e medie imprese e dei processi di internazionalizzazione della nostra economia in associazione con SACE (*export bank*). Sono state in tal modo poste le premesse per un utilizzo del risparmio postale, non più solo per il tradizionale e tranquillo finanziamento a medio termine degli enti locali concesso senza alcuna discriminazione in base al rating (oltre che per lucrare la rendita degli interessi del conto di tesoreria), ma per ogni operazione di interesse pubblico, prevista dello statuto sociale, nei confronti dei soggetti ammessi al credito della Gestione Separata o da essi promossa, tenendo però conto della sostenibilità economico-finanziaria di ciascuna operazione posta in essere e del merito di credito dei soggetti richiedenti. La stessa continuazione del trend di raccolta postale netta dipenderà peraltro, non solo dalla certezza della garanzia dello Stato, ma anche del livello di remunerazione che potrà essere assicurato ai risparmiatori e che ovviamente a sua volta dipenderà anche dalla redditività delle nuove forme di impiego.

La nuova missione andrà anche svolta tenendo conto che, mentre non sembra più essere messa in dubbio da Eurostat la classificazione istituzionale di CDP SpA come *market entity*, e quindi fuori del perimetro della Pubblica Amministrazione, resta fermo che lo stesso Eurostat, ma anche ISTAT e Banca d'Italia, continueranno a valutare, caso per caso, se singole operazioni poste in essere da CDP debbano eventualmente essere oggetto di riclassificazione, qualora venisse rilevato che si tratti, in realtà, di operazione effettuata per

conto dello Stato (come è, ad esempio, avvenuto per l'anticipazione erogata al Comune di Roma nel 2008,¹ ai sensi del DL 112/08, art. 78, comma 8).

Affinché dall'attribuzione per via normativa alla Cassa di una maggiore ed effettiva centralità come strumento di politica delle infrastrutture, ma anche di politica industriale, conseguano risultati visibili nel breve-medio termine, è peraltro necessario prestare la dovuta attenzione tanto ai passaggi richiesti sul piano strategico ed organizzativo, quanto ai profili che sono stati, o sono tuttora, oggetto di valutazioni controverse ed alle questioni di prospettiva tuttora aperte. Volendo schematizzare, le questioni da affrontare con urgenza riguardano soprattutto:

- una chiara messa a fuoco dei problemi relativi alla gestione della nuova missione imprenditoriale di CDP definita nel piano industriale appena approvato e che si presenta con caratteristiche di grande innovazione, ma anche di particolare complessità e di *work in progress*, e che proprio per questo richiederà continue verifiche ed aggiustamenti. Il nuovo piano industriale può effettivamente portare al risultato di rendere evidente la definitiva evoluzione della Società verso il modello dell'*investment bank*. A tal fine occorrerà guardarsi da ogni rischio di devianza verso forme di surrettizio ritorno a modelli superati di presenza dello Stato nell'economia dettata da riflessi assistenziali, come pure in qualche modo è a suo tempo avvenuto con le motivazioni che furono alla base dell'acquisizione del pacchetto azionario di STM. E' proprio attenendosi ad una coerente interpretazione della nuova missione di CDP, che si potranno evitare i rischi di ingerenza politica e/o di autoreferenzialità manageriale che sarebbero inevitabilmente associati ad un modello ibrido di impresa pubblica di cui non venga assicurata l'agibilità delle scelte strategiche e gestionali in termini di compatibilità con i parametri nazionali ed europei di salvaguardia della concorrenza. La stessa tutela del livello di remunerazione del risparmio postale dipende anche dalla garanzia della sostenibilità economico-finanziaria delle iniziative da intraprendere;
- l'individuazione del valore economico di lungo periodo e la verifica dell'ampiezza del *gap* da colmare ai fini della realizzazione dei progetti infrastrutturali per rendere compatibili la volontà della Pubblica Amministrazione di realizzare le proprie decisioni programmatiche senza gravare sul debito pubblico e l'interesse degli investitori privati a parteciparvi, intervenendo in modo appropriato per rendere coerente

l'orizzonte temporale e il livello di rischio normalmente assunto dagli stessi investitori privati con il profilo finanziario dell'investimento, in modo da coprire larga parte del mercato potenziale del *project finance*;

- oltre alla coerente attuazione del piano industriale, la nuova missione di CDP impone la messa a punto, peraltro già in atto, della sua struttura organizzativa, apprestando presidi che consentano, insieme con la contabilità separata, sia di poter governare le operazioni di partnership con i privati senza che sorgano conflitti d'interesse e si verifichino effetti distorsivi della concorrenza, sia di attivare una maggiore progettualità a livello territoriale. Salvaguardando, in ogni caso, quello che è uno dei principali punti di forza della Cassa, e cioè la snellezza e l'essenzialità, oltre che l'elevata qualificazione, delle sue strutture, continuando pertanto ad avvalersi, per quanto possibile, di soggetti esterni (Poste Italiane, Istituti creditizi, ecc.), ma rafforzando, ove necessario, la capacità di monitorarne l'attività loro delegata da CDP;
- lo sviluppo in termini operativi delle intese raggiunte nel corso del 2008 e del 2009 con le consorelle istituzioni di Francia (*Caisse des Dépôts et Consignations -CDC*) e Germania (*Kreditanstalt für Wiederaufbau - FfW*) e con la Commissione Europea e la Banca Europea degli Investimenti, con la successiva adesione di operatori di altri paesi (la China Development Bank, la russa VEB, la CDG del Marocco, la canadese Omers e Mubadaba di Abu Dhabi), per promuovere il ruolo positivo degli investitori di lungo termine per la crescita e la stabilità dell'economia globale, a cui ha già fatto seguito la costituzione dei Fondi *Marguerite*, per investimenti diversificati a lungo termine su tre settori infrastrutturali (trasporti, energia, fonti rinnovabili) in tutti i 27 paesi dell'Unione Europea, e *Inframed*, destinato a finanziare infrastrutture nel comparto dei trasporti, dell'energia e dello sviluppo sostenibile nei paesi del sud e dell'est del Mediterraneo;
- la soluzione dei problemi ed il rispetto dei limiti connessi alla gestione delle partecipazioni trasferite dallo Stato ed in particolare della dismissione dell'accresciuta partecipazione in ENEL s.p.a. entro il prorogato termine del 30 giugno 2010;
- la definizione delle istruzioni di vigilanza da parte della Banca d'Italia, anch'esse in larga parte legate al problema del trattamento, da una parte, delle partecipazioni attribuite dal Tesoro a CDP nel contesto delle operazioni di privatizzazione (ENI, ENEL, Poste Italiane) e per le quali la

- Cassa si limita a svolgere un ruolo di "super holding passiva", e, dall'altra, delle partecipazioni che sono state direttamente acquisite (STM, Terna) o che potranno esserlo nel futuro. Dalle simulazioni svolte risulta, infatti, che, mentre con riferimento ai c.d. *ratios* patrimoniali l'attuale patrimonio di CDP è capiente a fronte dei rischi di credito ed operativi prevedibili, per le partecipazioni appare, invece, necessaria l'individuazione di una normativa di vigilanza speciale da parte dell'Autorità di Vigilanza, che tenga conto delle peculiarità dell'operatività di CDP nel comparto;
- la ricerca di un corretto e proficuo equilibrio tra il ruolo della nuova figura dell'Amministratore delegato, al quale, coerentemente con l'accentuazione delle caratteristiche imprenditoriali della Società, sono stati conferiti ampi poteri, da una parte, e quello del Consiglio di amministrazione e degli speciali organi di *governance* previsti in ragione della presenza delle Fondazioni nel capitale sociale (*Comitato di supporto degli azionisti privilegiati* e *Comitato di indirizzo*), che devono poter attivamente contribuire all'elaborazione ed alla verifica delle strategie aziendali, dall'altra;
 - la continuità nell'assicurare al Collegio sindacale complete e tempestive informazioni sui fatti gestionali dei quali va assicurata la piena trasparenza e verificabilità, tenuto anche conto dei particolari obblighi di *accountability* che CDP ha nei confronti dell'ampia categoria di *stockholders* costituita dai risparmiatori postali;
 - il riconoscimento di una posizione di effettiva indipendenza alla funzione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari.

Una nuova area di criticità emersa con l'esercizio 2008 è quella della completa dipendenza della Cassa da Poste Italiane S.p.A. ai fini della continuità della raccolta del risparmio: è bastato che Poste Italiane, in ragione di asseriti eventi di carattere straordinario verificatisi nell'ultimo semestre dell'anno, modificasse le sue priorità operative perché si concretizzasse, a consuntivo dell'esercizio, un significativo calo della raccolta netta per conto di CDP (431 milioni rispetto ai 2 miliardi previsti). Dopo la minaccia dell'automatica decurtazione di 750 milioni della remunerazione convenzionale, la vicenda si è conclusa con una transazione basata su una penalizzazione contenuta nei limiti di 75 milioni e sul differimento al 28 febbraio 2009 della data di rilevazione dell'ammontare di Raccolta Netta Complessiva effettivamente realizzato, in compensazione della parziale impossibilità operativa del 2008. Per spingere la