

- il finanziamento sotto qualsiasi forma dello Stato, delle regioni, degli enti locali, degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico, utilizzando a tal fine i fondi rimborsabili nella forma di libretti di Risparmio postale e di buoni fruttiferi postali e altre forme di raccolta che possono beneficiare della garanzia dello Stato;
- il finanziamento delle opere, degli impianti, delle reti e delle dotazioni destinati alla fornitura di servizi pubblici e alle bonifiche. A tal scopo la CDP S.p.A. può raccogliere fondi con l'emissione di titoli, l'assunzione di finanziamenti e altre operazioni finanziarie, senza garanzia dello Stato e con preclusione comunque della raccolta di fondi a vista.

Con i decreti del Ministro dell'economia e delle finanze 5 dicembre 2003 e 6 ottobre 2004 è stata data attuazione al D.L. di trasformazione e sono stati fissati le attività e passività patrimoniali della Cassa, i criteri di separazione organizzativa e contabile e le modalità di determinazione delle condizioni di raccolta e impiego nell'ambito della Gestione Separata.

In materia di acquisizione di partecipazioni, il 27 gennaio 2005 il Ministro dell'economia e delle finanze ha invece emanato, ai sensi dell'art. 5, comma 9, del D.L. 30 settembre 2003, n. 269 (disciplinante il potere di indirizzo dello stesso Ministro sull'attività della Cassa), un proprio decreto volto a fissare i criteri guida per l'acquisizione di partecipazioni da parte di CDP S.p.A.. Tale decreto richiama nelle premesse lo statuto della Cassa, 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". Il D.M. precisa quindi, nell'articolo unico, i concetti di strumentalità, connessione e accessorialità con l'oggetto sociale della CDP S.p.A. A tal proposito la Cassa potrà quindi acquisire, anche avvalendosi dei fondi provenienti dalla raccolta del Risparmio postale, partecipazioni in società la cui attività:

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

Alla CDP S.p.A. si applicano inoltre, ai sensi dell'art. 5, comma 6 del D.L. 30 settembre 2003, le disposizioni del titolo V del testo unico delle leggi in materia di intermediazione bancaria e creditizia, tenendo conto delle caratteristiche del soggetto vigilato.

Tutte le attività fissate dal nuovo contesto regolamentare in cui si trova ad operare la CDP S.p.A. devono essere svolte preservando in modo durevole l'equilibrio economico – finanziario – patrimoniale e assicurando, nel contempo, un ritorno economico agli azionisti (anche in virtù del “dividendo preferenziale” da garantire ai titolari di azioni privilegiate ai sensi dell'art. 30 dello statuto sociale).

La missione di CDP S.p.A. è stata ulteriormente delineata con il Piano Industriale 2005-2009 approvato dal Consiglio di amministrazione nel mese di giugno 2005 e si sostanzia nel favorire lo sviluppo degli investimenti pubblici, delle opere infrastrutturali destinate alla fornitura di servizi pubblici a carattere locale e delle grandi opere di interesse nazionale, oltre ad offrire ai risparmiatori prodotti finanziari con un moderato profilo di rischio al fine di favorire l'accumulazione del risparmio.

Nel Piano Industriale è stata altresì delineata l'articolazione delle aree di business conseguente al nuovo contesto regolamentare di CDP S.p.A., secondo il seguente schema:

- *business unit* Finanziamenti Pubblici, per il presidio dell'attività di finanziamento della Pubblica Amministrazione, con particolare riferimento agli enti territoriali, nel rispetto dei principi di universalità e non discriminazione;
- *business unit* Gestione e Supporto Politiche di Sviluppo, per il presidio dei nuovi strumenti di incentivazione alle imprese e alla ricerca;
- *business unit* Infrastrutture e Grandi Opere, per il finanziamento sotto qualsiasi forma dei soggetti le cui attività sono destinate alla fornitura di servizi pubblici;
- *business unit* Finanza, nell'ambito della quale sono incluse le attività di raccolta, comprensive del Risparmio postale, di monitoraggio delle partecipazioni, di gestione della liquidità e dei conseguenti rischi finanziari;
- *corporate center*, nel quale sono accentrate tutte le funzioni di servizio alle business unit e le funzioni di governo e controllo.

A ciascuna delle *business unit* corrisponde nella struttura organizzativa di CDP S.p.A. una Direzione, mentre il *corporate center* è costituito dalle Aree di supporto e dagli organi di governo e controllo.

1.2.1 Separazione organizzativa e contabile

L'art. 5, comma 8, del D.L. 30 settembre 2003, n. 269 ha disposto l'istituzione di un sistema di separazione organizzativa e contabile tra le attività di interesse economico generale e le altre attività svolte dalla società. Allo stesso proposito, l'art. 8 del D.M. economia e finanze 5 dicembre 2003 pre-

vedeva che CDP S.p.A. sottoponesse al MEF, sentita la Banca d'Italia, i criteri di separazione organizzativa e contabile in base agli indirizzi in seguito forniti dallo stesso Ministero con il D.M. economia e finanze 6 ottobre 2004.

CDP S.p.A. ha completato nel 2004 l'iter previsto per la predisposizione dei criteri di separazione organizzativa e contabile dopo aver ottenuto il parere di Banca d'Italia e inoltrato i criteri definitivi al MEF. La separazione organizzativa e contabile è pertanto pienamente operativa a partire dall'esercizio 2005.

L'implementazione in CDP S.p.A. del sistema di separazione organizzativa e contabile, previsto dal citato D.L. 269/2003, si è reso necessario per rispettare in primo luogo la normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato e concorrenza interna; talune forme di raccolta di CDP S.p.A., quali i buoni fruttiferi e i libretti postali, beneficiano infatti della garanzia esplicita dello Stato in caso di inadempimento dell'emittente. La presenza di tale garanzia, motivata in primo luogo dalla valenza sociale ed economica della raccolta Risparmio postale (definita dal D.M. economia e finanze 6 ottobre 2004 come servizio di interesse economico generale, alla pari delle attività di finanziamento degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico svolte nell'ambito della Gestione Separata), rende tuttavia necessaria la distinzione dalle attività non di interesse economico generale svolte in concorrenza con altri operatori di mercato. Tale separazione è in particolare volta ad evitare il trasferimento indiscriminato di risorse tra le attività che beneficiano di forme di compensazione, quali la garanzia dello Stato, e le altre attività svolte dalla società.

L'impianto di separazione approntato da CDP S.p.A., prevede, più in dettaglio:

- l'identificazione di tre unità operative denominate rispettivamente Gestione Separata, Gestione Ordinaria e Servizi Comuni, all'interno delle quali sono riclassificate le esistenti unità organizzative di CDP S.p.A.. Nella Gestione Separata sono ricomprese le unità responsabili dell'attività di finanziamento degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico, della gestione delle attività e delle funzioni trasferite al MEF con la trasformazione in società per azioni e della fornitura di servizi di consulenza a soggetti interni alla Pubblica Amministrazione. Nella Gestione Ordinaria sono ricomprese le unità responsabili delle attività di finanziamento delle infrastrutture destinate alla fornitura di servizi pubblici e le relative attività di consulenza, studio e ricerca. Nei Servizi Comuni sono invece incluse le unità responsabili delle funzioni comuni di governo, indirizzo e controllo riferibili alla società nel contesto di unicità del soggetto giuridico;

- l'implementazione di un duplice livello di separazione, che prevede al primo stadio l'allocazione dei costi e ricavi diretti alle Gestioni ed ai Servizi Comuni e al secondo livello la successiva allocazione dei costi e ricavi di detti Servizi Comuni alle Gestioni sulla base di corrette metodologie di contabilità analitica;
- la registrazione e la valorizzazione delle eventuali transazioni interne tra Gestione Separata e Gestione Ordinaria o tra Gestioni e Servizi Comuni avendo come riferimento i relativi "prezzi di mercato", al fine di evitare trasferimenti non consentiti di risorse;
- la predisposizione di prospetti di conto economico distinti sulla base dei livelli di separazione descritti.

Con riferimento alla struttura organizzativa di CDP S.p.A. in essere al 31 dicembre 2007, sono afferenti alla Gestione Separata la Direzione Finanziamenti Pubblici e la Direzione Gestione e Supporto Politiche di Sviluppo, mentre la Direzione Infrastrutture e Grandi Opere è inclusa nella Gestione Ordinaria. I Servizi Comuni sono costituiti da tutte le Aree di supporto e dagli organi di governo e controllo. I Settori della Direzione Finanza sono invece suddivisi tra i tre aggregati a seconda della specifica attività svolta.

Fin dall'avvio dell'operatività della Gestione Ordinaria, CDP S.p.A. ha scelto di tenere distinti i flussi finanziari afferenti alle due Gestioni, seppur tale stringente distinzione non sia richiesta dal sistema di separazione contabile. In altre parole, le forme di raccolta, impiego e gestione della liquidità (depositi e conti correnti) della Gestione Separata sono autonome e distinte rispetto ai medesimi strumenti per la Gestione Ordinaria.

1.2.2 Operatività della Gestione Separata

Sulla scorta delle previsioni del D.M. economia e finanze 6 ottobre 2004, CDP S.p.A. ha proseguito anche nel 2007 le iniziative di ampliamento della propria gamma di prodotti, già intraprese nel biennio precedente. In particolare, nel rispetto dei principi di uniformità ed accessibilità che regolano la Gestione Separata, CDP S.p.A. ha reso disponibili due nuove famiglie di prodotti dedicati rispettivamente a regioni e province autonome ed enti pubblici non territoriali (con particolare riferimento ad aziende sanitarie locali ed aziende ospedaliere, enti per l'edilizia residenziale pubblica ed università statali ed istituti ad esse assimilati).

Nel primo caso i prodotti offerti sono il prestito senza preammortamento ad erogazione unica ed il prestito senza preammortamento ad erogazione multipla, disciplinati dalla circolare CDP S.p.A. n. 1271; nel caso degli enti pubblici non territoriali i nuovi prodotti offerti sono il mutuo fondiario ed il prestito chirografario, a loro volta definiti nella circolare CDP S.p.A. n. 1272.

In aggiunta a ciò, in coerenza con gli indirizzi assunti in merito dal Ministero dell'economia e delle finanze, con l'emanazione della circolare CDP S.p.A. n. 1270 la società si è resa disponibile a partecipare alle procedure di gara per l'affidamento di contratti di finanziamento con oneri di ammortamento integralmente a carico dello Stato sulla base di contributi pluriennali autorizzati da specifiche disposizioni legislative, mantenendo comunque inalterata la possibilità di ricorso diretto alla CDP S.p.A. da parte dell'ente beneficiario della contribuzione statale.

Nel corso del 2007 CDP S.p.A. ha continuato ad offrire agli enti la facoltà di rimodulare il proprio portafoglio prestiti, tramite estinzione e contestuale rifinanziamento, con un programma dedicato agli enti locali ed un programma dedicato alle regioni.

Nell'ambito della Gestione Separata è stato inoltre attivato, con le prime erogazioni, il Fondo Rotativo per il sostegno alle imprese e gli investimenti in ricerca, istituito dall'art. 1, comma 354, della legge 30 dicembre 2004, n. 311.

Sul lato della raccolta di pertinenza della Gestione Separata, CDP S.p.A. ha proseguito con nuove emissioni di serie di buoni fruttiferi con cadenza mensile, con un'attività di ristrutturazione finanziaria dei prodotti già esistenti e con una diversificazione nel *mix* del portafoglio prodotti destinato ai risparmiatori. Si sottolineano in particolare le seguenti novità:

- rinnovamento dei libretti postali, con l'introduzione, a partire dal 1 gennaio 2007, di una nuova segmentazione della remunerazione;
- emissione di una nuova tipologia di buoni fruttiferi postali, il cui rendimento è collegato all'andamento di un indice azionario ("BuonoPremia"), che alla sua introduzione nel corso del IV trimestre del 2007 ha già fatto registrare buoni risultati di raccolta;
- rivisitazione dell'attuale buono indicizzato a scadenza, la cui durata è stata ridotta a 5 anni e contestualmente il premio a scadenza è stato portato al 28% del valore nominale sottoscritto.

L'introduzione di una forma di incentivo nel rendimento per i libretti e l'emissione di nuove tipologie di buoni persegue l'obiettivo di fidelizzare la clientela e assicurare a CDP S.p.A. il mantenimento di un importante flusso di raccolta netta positiva. Anche grazie agli interventi di cui sopra, gli obiettivi 2007 previsti nella Convenzione con Poste Italiane S.p.A. sono stati superati con riferimento a tutti i parametri.

Sul lato della raccolta istituzionale, l'attività del 2007 ha infine visto la prima emissione di covered bond di CDP S.p.A. in valuta (Yen giapponesi).

1.2.3 Operatività della Gestione Ordinaria

L'operatività della Gestione Ordinaria nel 2007 ha avuto ad oggetto sia il proseguo dell'attività di finanziamento di infrastrutture destinate alla fornitura di servizi pubblici, attraverso l'ampliamento delle relazioni commerciali e dei settori di attività presidiati, sia lo sviluppo dei necessari strumenti di supporto interni e l'efficientamento delle procedure di affidamento del credito.

Gli affidamenti deliberati dal Consiglio di amministrazione nel corso dell'anno e le nuove stipule hanno riguardato interventi focalizzati in molteplici ambiti:

- a. trattamento dei rifiuti solidi urbani ed attivazione di impianti di raccolta differenziata,
- b. lavori di ampliamento della capacità di generazione di energia elettrica, anche con riferimento alle fonti di energia rinnovabili,
- c. gestione del servizio idrico integrato,
- d. lavori per la realizzazione di infrastrutture di teleriscaldamento,
- e. crediti concessi a gestori operanti nel settore delle *multi-utilities*,
- f. investimenti connessi al trasporto pubblico locale e alla costruzione di metropolitane,
- g. investimenti connessi alle infrastrutture aeroportuali,
- h. ampliamento, adeguamento e gestione di infrastrutture viarie,
- i. edilizia specializzata ospedaliera,
- j. investimenti connessi a progetti di trasformazione urbana con un elevato contenuto infrastrutturale,
- k. investimenti connessi a grandi opere di interesse nazionale.

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, ecc.), 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 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.

Sul lato della raccolta, nel corso del 2007 la strategia di *funding* nell'ambito della Gestione Ordinaria ha previsto sostanzialmente una correlazione diretta tra volume di raccolta ed ammontare di erogazioni al fine di ottimizzare l'attività di tesoreria. Si è quindi proseguito con provvista dedicata nelle seguenti forme:

- raccolta da organismi comunitari a valere sulle linee di credito in essere con la Banca Europea degli Investimenti (BEI) per 101 milioni di euro;
- emissioni di Euro Medium Term Notes nell'ambito del relativo programma per totali 500 milioni di euro.

1.3 TERNA S.p.A.

TERNA – Rete Elettrica Nazionale S.p.A. è la società responsabile in Italia delle attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia elettrica sulla rete ad alta e altissima tensione ed anche il principale proprietario della Rete di Trasmissione Nazionale (RTN), con oltre il 98% delle infrastrutture. Il compito di Terna è gestire in sicurezza la trasmissione dell'energia elettrica in tutta Italia garantendo l'equilibrio tra l'energia richiesta e quella prodotta e la copertura del fabbisogno nazionale. Terna è inoltre specializzata nella progettazione, realizzazione, telecontrollo e teleconduzione, esercizio e manutenzione di linee e dei propri impianti elettrici ad alta e altissima tensione.

Dal 2004 è quotata alla Borsa di Milano. L'azionista di maggioranza relativa è Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., con il 29,99% del pacchetto azionario.

L'attuale assetto della Società è il risultato dell'acquisizione, nel 2005, del ramo d'azienda del Gestore della Rete Elettrica Nazionale (GRTN) relativo alle attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia elettrica, di programmazione e sviluppo della rete di trasmissione nazionale, in attuazione del DPCM 11 maggio 2004. L'unificazione tra proprietà e gestione della Rete di Trasmissione Nazionale, diventa operativa il 1 novembre 2005 con la nomina del nuovo Consiglio di amministrazione e di Luigi Roth e Flavio Cattaneo, rispettivamente Presidente e Amministratore Delegato.

All'estero, Terna opera nel mercato brasiliano attraverso Terna Participações S.A., società del Gruppo quotata dall'ottobre 2006 alla Borsa valori di San Paolo del Brasile, responsabile della progettazione, realizzazio-

ne, esercizio, manutenzione e sviluppo di porzioni della rete di trasmissione nazionale brasiliana.

1.3.1 La missione

La missione di Terna è volta a garantire un servizio di pubblica utilità attraverso l'attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia elettrica, e la gestione della rete di trasmissione nazionale, come stabilito dal Decreto legislativo n. 79 del 1999 e dal DM 20 aprile 2005. Nello svolgimento della sua missione Terna:

- garantisce la sicurezza, l'affidabilità, l'efficienza e la continuità del servizio elettrico;
- gestisce i flussi di energia sulla rete, garantendo l'equilibrio fra domanda e offerta (dispacciamento);
- programma e realizza gli interventi di sviluppo sulla rete di trasmissione nazionale;
- garantisce a tutti gli operatori del settore l'accesso alla rete di trasmissione in modo imparziale, neutrale ed a parità di condizioni;
- concorre a promuovere la tutela dell'ambiente e la sicurezza degli impianti.

1.3.2 Le attività

Le attività di Terna riguardano la fase della trasmissione dell'energia elettrica sulla rete ad alta e altissima tensione mediante l'esercizio e la manutenzione degli impianti.

Tra le principali attività rientrano:

- gestione della rete elettrica di trasmissione nazionale;
- esercizio e manutenzione degli impianti e della rete di trasmissione nazionale;
- gestione dei flussi di energia, garantendo l'equilibrio fra domanda e offerta (dispacciamento);
- programmazione e realizzazione degli interventi di sviluppo e di manutenzione della rete elettrica di trasmissione garantendo la continuità degli approvvigionamenti e la predisposizione del Piano annuale per la sicurezza;
- connessione alla rete elettrica di trasmissione nazionale di tutti gli operatori che ne facciano richiesta, senza compromettere la continuità del servizio, nel rispetto del Codice di Rete e delle condizioni tecnico-economiche di accesso e di interconnessione;
- elaborazione delle statistiche del settore elettrico.

1.3.3 Gli asset in Italia

Terna è proprietaria di oltre il 98% della Rete di Trasmissione Nazionale, cioè

della rete ad alta ed altissima tensione.

In particolare Terna possiede (direttamente e attraverso la controllata RTL - Rete di Trasmissione Locale):

- 39.446 km di linee elettriche;
- 366 stazioni di trasformazione e smistamento;
- 610 trasformatori.

1.3.4 Gli *asset* in Brasile

Il Gruppo Terna Participações, subholding brasiliana del Gruppo Terna, è uno dei principali operatori di trasmissione elettrica. E' inoltre la seconda società privata in termini di quota di mercato brasiliano, e i suoi ricavi rappresentano il 9,3% del totale dei ricavi del settore energetico del Paese. Terna Participações SA è proprietaria di 7 concessioni trentennali attraverso 2 società di trasmissione (TSN S.A. e Novatrans S.A.), per le attività di progettazione, realizzazione, esercizio, manutenzione e sviluppo di porzioni della rete di trasmissione nazionale brasiliana.

Concessioni trentennali:

- 2.647 km di linee elettriche;
- 7 stazioni di trasformazione e smistamento;
- 14 trasformatori.

Gli *asset*, in Italia e in Brasile, fanno di Terna il secondo Gestore in Europa e uno dei primi dieci al mondo, per chilometri di linee gestite.

1.3.5 La Storia: tappe principali

- il 16 marzo 1999 viene emanato il Decreto Bersani che definisce le modalità, i tempi e le misure necessarie alla riorganizzazione del settore elettrico nazionale.
- Il 27 aprile 1999 viene costituito il Gestore della Rete di Trasmissione Nazionale (GRTN), un soggetto pubblico controllato dal Ministero dell'economia e delle finanze, cui il Decreto Bersani affida la gestione dell'attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia.
- il 31 maggio 1999 viene costituita all'interno del Gruppo ENEL, la società TERNA, responsabile delle attività di esercizio e manutenzione degli impianti ENEL in alta tensione facenti parte della rete di trasmissione nazionale, nonché dello sviluppo della rete in base alle direttive impartite dal Gestore regolamentate da una apposita convenzione.
- Il 27 ottobre 2003 viene promulgata la legge n. 290 che dispone l'uni-

ficazione della proprietà e della gestione della rete di trasmissione.

- l'11 maggio 2004 viene emanato il DPCM che fissa tempi e modalità per la fusione tra Terna e GRTN.
- il 14 giugno 2004 Terna è collocata sul mercato per una quota pari al 50% del capitale azionario.
- il 1 novembre 2005 diviene operativa l'unificazione tra proprietà e gestione della rete di trasmissione nazionale: nasce Terna - Rete Elettrica Nazionale S.p.A.

1.3.6 *Outlook* sul sistema elettrico italiano

Il sistema elettrico italiano è articolato in quattro segmenti che ne compongono la filiera: produzione, trasmissione, distribuzione e vendita. Mentre le fasi della trasmissione e distribuzione di energia elettrica si svolgono in regime di concessione, le fasi della produzione e della vendita sono libere e operanti in regime concorrenziale. Le attività di Terna riguardano la fase della trasmissione dell'energia elettrica sulla rete ad alta e altissima tensione (132/150/220/380 kV).

A livello istituzionale, i soggetti preposti alla formulazione degli indirizzi e linee guida di politica energetica e di tutti gli aspetti inerenti la regolazione del sistema sono, rispettivamente, il Ministero dello Sviluppo Economico e l'Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas.

Questo assetto complessivo è frutto del processo di liberalizzazione del settore elettrico avviato in Europa con la Direttiva 96/92/CE, e recepito in Italia con il D. Lgs. 79/99 (c.d. Decreto Bersani). Per quanto riguarda la trasmissione, in particolare, il D.Lgs. 79/99 stabilì la nascita di un Gestore di rete indipendente (l'ex GRTN, ora GSE) e controllato direttamente dallo Stato, e di Terna, società del Gruppo Enel a cui fu conferita la "nuda" proprietà degli asset. Successivamente le due società sono state unificate per dar vita a Terna - Rete Elettrica Nazionale. Oltre a GRTN e Terna, l'apertura del mercato elettrico ha visto la nascita di altri due importanti attori: l'Acquirente Unico (AU) e il Gestore del Mercato Elettrico (GME); a quest'ultimo fa capo la Borsa elettrica, luogo dove ogni giorno si incrociano la domanda e l'offerta di energia. La Borsa elettrica, operativa da aprile 2004, si articola a sua volta in tre mercati: Mercato del Giorno Prima (MGP), Mercato di Aggiustamento (MA) e Mercato dei Servizi di Dispacciamento (MSD), dove Terna partecipa attivamente per approvvigionare le risorse per la gestione e il controllo del sistema elettrico (risoluzione delle congestioni, creazione della riserva di energia, bilanciamento in tempo reale). L'apertura del mercato è stata completata il 1 luglio 2007. Da quella data chiunque (famiglie, piccole e medie imprese, ecc.) può scegliere liberamente il proprio fornitore di energia elettrica.

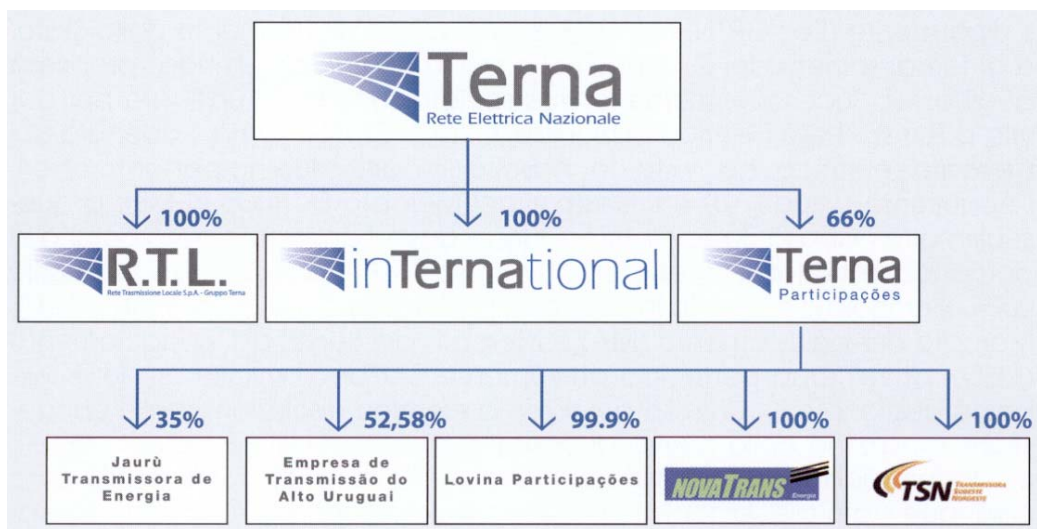
1.3.7 Le società del Gruppo Terna

Il Gruppo Terna include:

- le società nazionali (interamente controllate da Terna S.p.A.):
 - 1 RTL SpA (che ha incorporato, in data 31 luglio 2007, le società controllate RTM 1 SpA e RTM 2 SpA e, in data 31 dicembre 2007, la società RTT Srl acquisita nel corso dell'esercizio) e
 - 2 InTERNAtional SpA (costituita dalla capogruppo Terna in data 10 settembre 2007);
- le società brasiliane (controllate con una quota di possesso pari al 66%):
 - 1 Terna Participações SA;
 - 2 TSN SA;
 - 3 Novatrans SA;
 - 4 Lovina Participações SA (acquisita da Terna Participações in data 13 settembre 2007).

La società collegata CESI SpA, partecipata da Terna al 24,36% e la società a controllo congiunto ETAU SA, acquisita nel corso dell'esercizio e di cui Terna Participações detiene il 52,58% del capitale sociale, sono valutate con il metodo del patrimonio netto.

Alla chiusura dell'esercizio 2007 la struttura del Gruppo Terna è, pertanto, la seguente:



2. LA SITUAZIONE MACROECONOMICA GENERALE

2.1 IL QUADRO MACROECONOMICO DI RIFERIMENTO

Nel primo semestre del 2007, l'economia mondiale ha mostrato una crescita sostenuta grazie all'andamento delle economie asiatiche. Per l'intero anno la crescita dell'economia globale si è attestata intorno al 5,0 per cento. Tuttavia, durante l'estate, la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti ha generato instabilità nei mercati finanziari internazionali, determinando un aumento dei premi al rischio e una riduzione della propensione degli intermediari a offrire credito. Tali tensioni si sono però verificate in un contesto internazionale piuttosto positivo e sono state contrastate dalla pronta azione delle banche centrali volta a garantire condizioni ordinate sui mercati finanziari.

Negli Stati Uniti la crescita in termini reali del PIL nel terzo trimestre è stata del 3,9 per cento in ragione d'anno, in linea con il trimestre precedente, ma in netta accelerazione rispetto ai primi tre mesi dell'anno (0,6 per cento). Nel terzo trimestre, la crescita riflette l'espansione dei consumi privati (3,0 per cento) e delle esportazioni (16,2 per cento), espresse in ragione d'anno. Gli investimenti hanno mostrato un andamento costante, a riflesso di una significativa ulteriore contrazione degli investimenti residenziali (-20,1 per cento in ragione d'anno).

Per l'intero anno la crescita dell'economia statunitense, però, si è attestata intorno all'1,9 per cento, in sensibile rallentamento rispetto al 2006 (2,9 per cento). La crisi del mercato immobiliare, infatti, si è protratta e ha influito negativamente sui consumi. Il clima di fiducia degli agenti economici ha mostrato segnali di deterioramento.

L'economia giapponese, dopo la contrazione del secondo trimestre (-0,4 per cento), ha registrato una crescita dello 0,6 per cento nel terzo trimestre. Dal lato della domanda interna, i consumi privati sono aumentati in misura contenuta (0,3 per cento), mentre gli investimenti privati residenziali hanno registrato una marcata flessione (-7,8 per cento), così come gli investimenti pubblici (-2,6 per cento). Dal lato della domanda estera, le esportazioni hanno continuato ad espandersi ad un ritmo sostenuto (2,9 contro lo 0,9 per cento registrato nel secondo trimestre).

I prezzi al consumo non mostrano una tendenza chiara, continuando a registrare variazioni annuali leggermente negative. A settembre 2007 l'inflazione si è collocata a -0,2 per cento rispetto all'anno precedente, mentre perdura la contrazione dei salari nominali. Alla riunione di fine ottobre, la Banca del Giappone ha mantenuto inalterato il proprio tasso di riferimento allo 0,5 per cento. Per il 2007 la crescita del PIL si attesta intorno al 2,0 per cento.

L'espansione dell'economia cinese è stata molto robusta nella prima metà dell'anno (11,5 per cento), grazie all'aumento degli investimenti e delle esportazioni, ed è proseguita anche nel terzo trimestre con valori superiori all'11,0 per cento. All'inizio di settembre la Banca Centrale Cinese ha reso la politica monetaria più restrittiva innalzando il livello della riserva obbligatoria e i tassi di interesse. L'inflazione è aumentata dall'inizio dell'anno, seppure con una lieve moderazione a settembre (6,2 per cento).

L'India ha continuato a contribuire in modo significativo alla crescita mondiale.

Nel terzo trimestre, l'area euro è cresciuta dello 0,7 per cento in termini congiunturali, in accelerazione rispetto al periodo precedente (0,3 per cento). Un significativo impulso alla crescita deriva dall'espansione dei consumi delle famiglie, grazie al buon andamento registrato dal mercato del lavoro. La fiducia dei consumatori e delle imprese, però, nella seconda parte dell'anno ha mostrato segnali di indebolimento rispetto ai picchi raggiunti nei mesi estivi.

Nel 2007 la crescita del PIL dell'area euro si attesta intorno al 2,5 per cento. Attualmente i rischi per l'economia mondiale sono rappresentati dai forti rialzi delle quotazioni del petrolio, che sono all'origine delle pressioni inflazionistiche, e dalle possibili ulteriori conseguenze della crisi dei mutui *subprime* statunitensi sui mercati finanziari e sul sistema bancario mondiale.

In Italia, dopo la modesta crescita registrata nel secondo trimestre del 2007 (0,1 per cento), nel terzo trimestre il PIL è aumentato dello 0,4 per cento sul periodo precedente e contestualmente la produzione industriale ha registrato una crescita complessiva dello 0,6 per cento.

In termini di media annuale la crescita dell'attività economica si attesta intorno a +1,9 per cento.

2.2 IL MERCATO DI RIFERIMENTO DELLA CDP

2.2.1 Il mercato finanziario e i tassi

La crisi che ha colpito i mercati finanziari la scorsa estate ha riflesso l'integrazione tra rischi di credito, di mercato e di liquidità (nei suoi duplici aspetti, di *funding* e di mercato) secondo modalità non sperimentate in passato. Ciò ha fatto emergere una serie di criticità che hanno condotto alla perdita di fiducia da parte del mercato circa la qualità di importanti poste degli attivi delle banche e la situazione finanziaria delle stesse, con conseguenze particolarmente negative sulle condizioni di liquidità del mercato interbancario.

In un quadro di accentuata integrazione dei mercati, la crisi, originata

negli Stati Uniti, si è trasmessa alle banche europee in modi diversi. Alcune banche, direttamente o indirettamente coinvolte nella concessione di credito a clientela *subprime*, hanno subito perdite legate all'aumento dei tassi di default di tale categoria di prenditori ed hanno dovuto procedere a svalutazioni dei propri attivi.

Inoltre, per la generalità degli intermediari, le tensioni determinatesi sui mercati monetari a causa dell'incertezza circa l'effettivo ammontare delle perdite e la loro distribuzione hanno comportato scarsità di fondi e aumento del relativo costo.

In particolare le incertezze sul valore degli investimenti garantiti anche solo parzialmente da crediti hanno spinto gli investitori a congelare il mercato delle *asset backed securities*.

Dallo scorso agosto, le banche centrali sono intervenute ripetutamente al fine di migliorare le condizioni di liquidità sui mercati. Dopo le riduzioni del tasso di sconto effettuate dalla FED in settembre (50 punti base) ed in ottobre (25 punti base) e le immissioni di fondi da parte della BCE e delle banche centrali dei principali paesi industriali, le condizioni di liquidità sui mercati interbancari per le scadenze più brevi erano migliorate.

Esse sono tornate ad essere molto tese in novembre e dicembre a seguito delle perdite segnalate da alcune importanti banche, negli Stati Uniti e in Europa. Lo scorso 12 dicembre, le principali banche centrali hanno deciso di assumere misure coordinate al fine di assicurare adeguati afflussi di liquidità sui mercati, mentre il giorno precedente la FED ha ridotto nuovamente i tassi ufficiali (25 punti base) portando il tasso obiettivo sui *federal funds* al 4,50 per cento.

La crisi *subprime* ha fatto emergere alcune rilevanti criticità:

- inadeguatezza del *rating* attribuito ai prodotti finanziari più complessi;
- opacità delle attività sottostanti i titoli emessi;
- difficoltà di valutazione da parte degli investitori.

Nella riunione di novembre la BCE ha lasciato il tasso di interesse di riferimento invariato al 4,0 per cento. L'ultimo rialzo di 25 punti base risale al giugno 2007.

La curva dei tassi dell'Euro ha subito nel corso dell'anno un sensibile aumento su tutte le scadenze. La parte a breve (1 settimana - 12 mesi) della curva ha risentito in modo particolare della tensione sul mercato del credito e della crisi di liquidità generalizzata, con incrementi medi di 77 punti base dal dicembre 2006.

Anche sulle scadenze dai 2 anni ai 30 anni si è avuto dall'inizio dell'anno un aumento generalizzato e pressoché uniforme dei tassi di circa 50 punti base. Va però precisato che nel secondo semestre si è manifestata una

sensibile inversione di tendenza, con un consistente appiattimento della curva e tassi a breve termine sugli stessi livelli di quelli a lungo termine.

I mercati azionari in Europa hanno mostrato un andamento altalenante nel corso dell'anno, dovuto soprattutto alla crisi finanziaria. In particolare l'indice DJ Euro Stoxx 50, dopo una buona *performance* nella prima parte dell'anno, toccando un massimo a luglio con una variazione positiva dell'8% da gennaio, ha chiuso in territorio negativo il 2007 con una variazione negativa dell'11%.

Il cambio Euro/Dollaro USA all'inizio dell'anno si è attestato ad un valore pari a 1,32. Nel corso dell'anno, con particolare enfasi da settembre 2007, si è indebolito portandosi a fine 2007 ad 1,46, appena sotto il livello massimo nell'anno di 1,49 raggiunto a novembre.

2.2.2 La finanza pubblica

Nel 2007 i conti delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'Euro hanno registrato un miglioramento. Dall'aggiornamento dei programmi di stabilità presentati a fine 2006 dai Paesi dell'area euro il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è sceso in media dall'1,6% del PIL del 2006 allo 0,8% nel 2007. In relazione ai singoli paesi dell'area Euro, secondo le previsioni dei programmi di stabilità, nel 2008 nessun paese dovrebbe registrare un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3% del PIL. In diminuzione è previsto anche il rapporto fra debito e PIL dal 67,9% del 2006 al 66,0% nel 2007.

Sulla base dei dati pubblicati dall'ISTAT nel febbraio 2008 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari all'1,9% rispetto al PIL, in diminuzione rispetto al 2006 (pari al 3,4%). I dati diffusi dalla Banca d'Italia a marzo 2008 segnalano una riduzione del rapporto debito/PIL al 104,0% a fronte del 106,5% del 2006.

Al 31 dicembre 2007 lo stock di prestiti agli enti territoriali ha raggiunto i 68,6 miliardi di euro, facendo registrare un incremento del 3,8% rispetto al dato di fine 2006 (66,1 miliardi di euro).

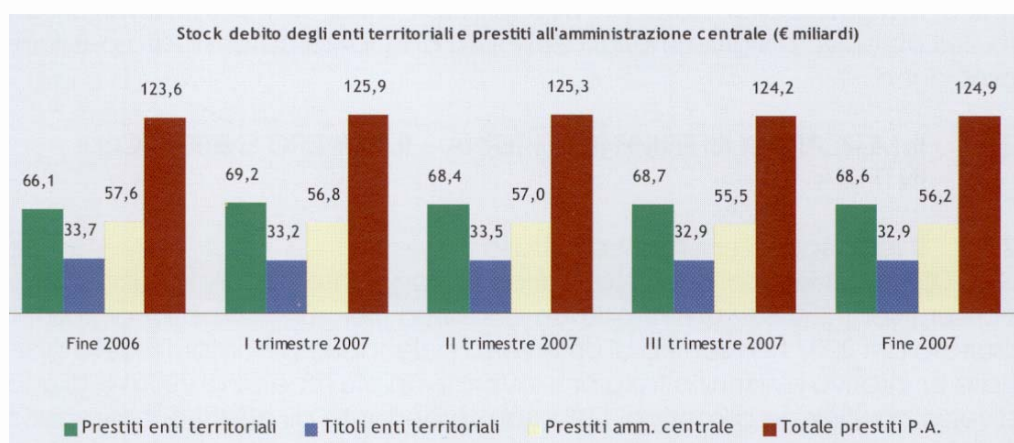
Alla stessa data lo stock di titoli emessi dagli enti territoriali è pari a 33 miliardi di euro facendo registrare, nel corso del 2007, una lieve contrazione (-2,3%) rispetto al dato di fine 2006 (33,7 miliardi di euro).

Il totale complessivo del debito degli enti territoriali ha raggiunto pertanto la quota di 111,7 miliardi di euro, includendo oltre ai prestiti e ai titoli emessi anche le operazioni di cartolarizzazione contabilizzate come debiti⁽¹⁾.

In generale, nel corso dell'anno si è assistito ad una sostanziale stagnazio-

(1) A decorrere dal 1 gennaio 2007 la Legge Finanziaria 2007 (Legge 27 dicembre 2006, n. 296), in applicazione dei criteri EUROSTAT del settembre 2006, ha esteso la nozione di indebitamento per gli enti territoriali alle operazioni di cessione o cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi per i cui pagamenti l'ente assume nuove obbligazioni anche mediante la ristrutturazione dei piani di ammortamento con dilazioni di pagamento superiori ai 12 mesi. Non rientrano in tale fattispecie le operazioni deliberate dagli enti prima del 4 settembre 2006 purché concluse entro il 31 marzo 2007.

ne del principale mercato di riferimento di CDP, sia per quanto riguarda il comparto titoli il cui stock, come sopra evidenziato, ha subito una contrazione in valore assoluto rispetto al dato di fine 2006, sia per quanto riguarda il comparto prestiti, che ha fatto registrare una crescita (+3,8% rispetto a fine 2006) decisamente inferiore rispetto ai tassi di crescita a due cifre dell'anno precedente (+17,5% il tasso di crescita dello stock di prestiti agli enti territoriali tra il 31 dicembre 2005 ed il 31 dicembre 2006; +12,7% il tasso di crescita dello stock di prestiti all'amministrazione centrale tra il 31 dicembre 2005 ed il 31 dicembre 2006).



Fonte: Banca d'Italia. Le serie storiche sono soggette a revisione in corrispondenza di aggiornamenti periodici dei dati Banca d'Italia.

L'articolazione del debito degli enti territoriali secondo gli strumenti finanziari adottati, conferma la centralità dei prestiti erogati da CDP S.p.A. e dalle altre Istituzioni Finanziarie e Monetarie (IFM), pari nel complesso al 61,4% del totale del debito (rispetto al 61,1% del 2006), ed evidenzia una percentuale di ricorso alle emissioni obbligazionarie in lieve diminuzione nel corso del 2007 (ovvero pari al 29,5% del totale del debito rispetto al 31,2% del 2006).

Alla stessa data le operazioni di cartolarizzazione realizzate da amministrazioni locali, che sulla base dei criteri EUROSTAT sono assimilate a debiti, sono salite a quota 9,1% del totale del debito contro 7,7% nel 2006.

Con riferimento all'operatività in strumenti derivati da parte degli enti territoriali, la Legge Finanziaria 2007 ha integrato i principi in materia di gestione attiva del debito introdotti dal D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, disponendo che le operazioni in derivati devono essere finalizzate alla riduzione del costo finale del debito e dell'esposizione ai rischi di mercato. Inoltre, è stato introdotto l'obbligo di trasmettere al Ministero dell'economia e delle finan-