

3. Risultati patrimoniali ed economici consolidati

Di seguito viene analizzata la situazione contabile al 31 dicembre 2011 del Gruppo CDP. Con l'obiettivo di rendere più chiara la lettura dei risultati del periodo, l'analisi dei prospetti di Stato patrimoniale e i risultati economici viene proposta sulla base di schemi riclassificati secondo criteri gestionali.

Le riclassificazioni operate hanno avuto principalmente a oggetto:

- l'allocazione, in voci specifiche e distinte, degli importi fruttiferi/onerosi rispetto a quelli infruttiferi/non onerosi;
- la revisione dei portafogli ai fini IAS/IFRS con la loro riclassificazione in aggregati omogenei.

Per informazioni dettagliate sui risultati patrimoniali ed economici, si rimanda, comunque, a quanto contenuto nei relativi bilanci separati delle società del Gruppo CDP, dove peraltro sono riportate tutte le informazioni contabili e le analisi sull'andamento gestionale delle società.

Con riferimento ai risultati economici del Gruppo CDP, si rileva un apporto limitato di CDPI SGR, FSI e CDP GAS, stante anche il recente avvio della relativa operatività.

3.1 STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO CONSOLIDATO

I dati di seguito riportati espongono la rappresentazione del Gruppo CDP, con specifica evidenza degli apporti derivanti dalle società del perimetro finanziario (CDP, CDPI SGR e FSI) e non finanziario (Gruppo Terna e CDP GAS). La differenza tra i risultati consolidati e la somma dei contributi dei due perimetri è spiegata da elisioni e rettifiche di consolidamento.

Stato patrimoniale riclassificato consolidato

(milioni di euro)

Attivo	31/12/2011			31/12/2010	Variazione (perc.)
	Gruppo CDP	di cui perimetro finanziario	di cui perimetro non finanziario	Gruppo CDP	
Disponibilità liquide e depositi interbancari	129.888	129.224	1.265	128.050	1,4%
Crediti verso clientela e verso banche	98.091	98.591	177	91.955	6,7%
Titoli di debito	17.194	17.194	-	5.464	214,7%
Partecipazioni e titoli azionari	18.960	19.826	601	17.344	9,3%
Attività di negoziazione e derivati di copertura	1.512	941	572	1.440	5,1%
Attività materiali e immateriali	11.542	204	9.089	10.774	7,1%
Ratei, risconti e altre attività non fruttifere	7.365	7.363	6	2.963	148,6%
Altre voci dell'attivo	2.591	854	1.738	2.935	-11,7%
Totale dell'attivo	287.143	274.197	13.447	260.924	10,0%

Al 31 dicembre 2011 l'attivo patrimoniale del Gruppo CDP si attesta a oltre 287 miliardi di euro, in crescita del 10% circa rispetto alla fine del 2010: tale variazione positiva è da ricondurre prevalentemente all'aumento rilevato sulle voci "Crediti verso clientela e verso banche" e "Titoli di debito", entrambe sostanzialmente di pertinenza della Capogruppo.

Lo stock di "Crediti verso clientela e verso banche" registra una vivace crescita rispetto alla fine del 2010 (+7%); tale aggregato si attesta a oltre quota 98 miliardi di euro in virtù principalmente dello sviluppo delle linee di attività di pertinenza della Capogruppo, con riferimento al business di supporto all'economia e, in misura meno rilevante, in relazione alle attività relative ai finanziamenti alle imprese e al finanziamento agli enti pubblici. La voce include crediti per finanziamenti concessi da CDP a Terna (pari a 500 milioni di euro) e a CDP GAS (pari a 177 milioni di euro), oggetto di elisione a livello consolidato.

Con riferimento, invece, alla voce "Titoli di debito", il saldo al 31 dicembre 2011 risulta superiore a 17 miliardi di euro, più che triplicato rispetto al valore di fine 2010. Tale significativo incremento è da ricondurre prevalentemente agli acquisti di titoli di Stato effettuati da CDP nel corso dell'esercizio e in misura minore alla sottoscrizione dei titoli necessari alla costituzione del patrimonio segregato a garanzia dei covered bond.

Lo stock relativo alle disponibilità liquide, pressoché interamente di competenza della Capogruppo CDP, ha raggiunto quasi la soglia dei 130 miliardi di euro (in progresso di quasi 2 miliardi di euro rispetto a fine 2010). In tale aggregato, inoltre, rientrano in misura residuale i depositi di pertinenza del Gruppo Terna e di FSI, pari complessivamente a quasi 2 miliardi di euro, in significativo progresso rispetto ai 156 milioni di fine 2010, per effetto dell'operatività del Gruppo Terna e della liquidità di FSI

derivante dalla quota parte di capitale sociale versato dai soci (quest'ultima oggetto di elisione a livello consolidato).

La voce "Partecipazioni e titoli azionari" risulta in progresso del 9% rispetto a dicembre 2010, attestandosi quasi a quota 19 miliardi di euro. Con riferimento al saldo di pertinenza della Capogruppo, l'incremento registrato consegue alla costituzione di FSI, all'acquisizione, mediante CDP GAS, di una partecipazione pari all'89% del capitale sociale di TAG e in misura minore ai tiraggi a valere sui fondi comuni e veicoli di investimento sottoscritti da CDP. Per il Gruppo Terna si registra, invece, una variazione positiva pari a 43 milioni di euro, per effetto degli incrementi connessi alle partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto e principalmente dell'acquisizione della partecipazione in CGES per un valore di circa 36 milioni di euro.

Il saldo della voce "Attività di negoziazione e derivati di copertura" è passato da circa 1,4 miliardi di euro a oltre 1,5 miliardi di euro (+5% circa), con una variazione spiegata dall'effetto combinato della diminuzione del saldo ascrivibile alla Capogruppo per 282 milioni e dell'incremento del saldo riferito al Gruppo Terna (+355 milioni). In tale voce rientra il fair value, se positivo, degli strumenti derivati di copertura, comprese le coperture gestionali non riconosciute come tali ai fini contabili. Nello specifico, per la Capogruppo CDP, al 31 dicembre 2011, tale voce risente prevalentemente della riduzione del fair value delle opzioni acquistate a copertura della corrispondente componente opzionale dei Buoni fruttiferi postali equity linked (Buoni indicizzati a scadenza e BuoniPremia). Per il Gruppo Terna, la variazione positiva è riconducibile all'incremento del fair value degli strumenti derivati di copertura dal rischio di tasso, dovuto all'abbassamento della curva dei tassi nel tratto a lungo termine; ciò ha avuto impatto sia sul fair value dei nuovi derivati di fair value hedge, sottoscritti a copertura del bond emesso a marzo del 2011, sia sul fair value degli strumenti già in essere al 31 dicembre 2010.

In merito alla voce "Attività materiali e immateriali", il saldo complessivo è pari a oltre 11 miliardi di euro, in aumento del 7% rispetto alla fine del 2010, e risulta pressoché di totale competenza del perimetro non finanziario. Il saldo di pertinenza del Gruppo Terna, infatti, risulta pari a oltre 9 miliardi di euro (8 miliardi di euro circa a fine 2010), ed è relativo quasi interamente ad attività materiali (8,6 miliardi di euro) e in misura minore ad attività immateriali (500 milioni di euro); la variazione rilevata rispetto a fine 2010 è imputabile alle ordinarie movimentazioni intervenute nel periodo per investimenti, disinvestimenti e ammortamenti. Gli investimenti complessivi effettuati dal Gruppo Terna nel 2011 sono stati pari a circa 1,2 miliardi di euro (pressoché interamente riferiti a immobili, impianti e macchinari), lievemente in crescita rispetto al 2010. Per la Capogruppo, invece, il saldo complessivo risulta pari a 204 milioni di euro, di cui 200 milioni di euro relativi ad attività materiali e la parte restante relativa ad attività immateriali; la stabilità dello stock consegue a un ammontare di investimenti sostenuti nel 2011 in linea rispetto agli ammortamenti registrati nel corso dell'anno sullo stock esistente.

La voce "Ratei, risconti e altre attività non fruttifere" risulta più che raddoppiata rispetto a fine 2010, passando da 2.963 milioni di euro a 7.365 milioni di euro. Tale saldo risulta quasi interamente di competenza della Capogruppo e la variazione rispetto al 2010 è riconducibile a diversi fattori: l'incremento

delle variazioni di fair value degli impieghi oggetto di copertura dei rischi finanziari mediante strumenti derivati (in aumento rispetto al 2010), i maggiori ratei di interesse maturati sulle disponibilità liquide, nonché un notevole incremento dell'ammontare dei crediti scaduti da regolare, che riflette la coincidenza della scadenza delle rate di fine anno con un giorno festivo, il quale ha provocato lo slittamento del pagamento di numerosi finanziamenti ai primi giorni del 2012.

Infine, la posta "Altre voci dell'attivo" si è attestata a oltre 2,5 miliardi di euro, registrando una flessione del 12% rispetto a fine 2010. Per la Capogruppo tale voce riporta un saldo pari a 854 milioni di euro, sostanzialmente stabile rispetto al 2010 e inclusivo del saldo su attività fiscali correnti e anticipate, oltre agli acconti versati per ritenute su interessi relativi ai Libretti di risparmio e ad altre attività residuali. Per il Gruppo Terna, l'aggregato in oggetto, che comprende attività fiscali e crediti commerciali, riporta un saldo pari a 1,7 miliardi di euro, in flessione di circa 400 milioni di euro rispetto a fine 2010. Nello specifico, si rileva: il venir meno delle attività relative agli impianti fotovoltaici di RTR, ceduti a Terra Firma Investment (GP) 3 Limited il 31 marzo 2011; l'incremento dell'ammontare sia dei crediti commerciali vantati per partite passanti inerenti all'attività di dispacciamento, sia dei crediti verso clienti dei business diversificati; l'aumento dei crediti per il corrispettivo CTR, relativo alla remunerazione riconosciuta a Terna e ad altri proprietari per l'utilizzo della Rete di Trasmissione Nazionale da parte di distributori e produttori di energia elettrica (per effetto principalmente degli adeguamenti tariffari).

Stato patrimoniale riclassificato consolidato

(milioni di euro)

Passivo e patrimonio netto	31/12/2011			31/12/2010	Variazione (perc.)
	Gruppo CDP	di cui perimetro finanziario	di cui perimetro non finanziario	Gruppo CDP	
Raccolta	259.391	254.214	6.456	235.914	10,0%
- di cui raccolta postale	218.408	218.408	-	207.324	5,3%
- di cui raccolta da banche	20.674	18.680	1.994	9.674	113,7%
- di cui raccolta da clientela	8.456	9.057	677	9.121	-7,3%
- di cui raccolta rappresentata da titoli obbligazionari	11.852	8.069	3.784	9.795	21,0%
Passività di negoziazione e derivati di copertura	3.271	3.154	118	2.236	46,3%
Ratei, risconti e altre passività non onerose	1.357	757	604	959	41,5%
Altre voci del passivo	2.825	541	2.285	3.179	-11,1%
Fondi per rischi, imposte e TFR	1.950	457	702	1.824	6,9%
Patrimonio netto	18.349	15.075	3.284	16.813	9,1%
- di cui di pertinenza della Capogruppo	15.525	-	-	13.917	11,6%
Totale del passivo e del patrimonio netto	287.143	274.197	13.447	260.924	10,0%

La raccolta complessiva al 31 dicembre 2011 si è attestata a oltre quota 259 miliardi di euro, in crescita del 10% rispetto al dato di fine 2010.

All'interno di tale aggregato si osserva la progressiva crescita della raccolta postale di competenza della Capogruppo (+5% circa rispetto alla fine del 2010), grazie al flusso positivo di raccolta netta per CDP registrato nel 2011.

Contribuisce alla formazione del saldo patrimoniale anche la provvista da banche, la quale è passata da quasi 10 miliardi di euro nel 2010 a quasi 21 miliardi di euro nel 2011. Tale variazione deriva dall'effetto combinato dell'aumento registrato sui dati di stock della Capogruppo CDP (+12 miliardi di euro circa) e della variazione netta negativa rilevata sul Gruppo Terna (-558 milioni di euro). Con riferimento a CDP, l'incremento consegue al maggiore volume di raccolta effettuata sul mercato interbancario e in misura minore ai tiraggi effettuati a valere sulle linee di credito concesse dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI); per quanto riguarda il Gruppo Terna, la variazione deriva dall'effetto combinato di una nuova erogazione a valere sulle linee di credito concesse dalla Banca Europea per gli Investimenti (al netto di rimborsi su linee precedenti), più che controbilanciata dal rimborso del prestito bancario sindacato (Revolving Credit Facility) per un ammontare complessivo pari a 750 milioni di euro e, in misura minore, da rimborsi di quote in scadenza di operazioni pregresse.

La voce "Raccolta da clientela", il cui saldo è pari a oltre 8 miliardi di euro, in flessione del 7% rispetto al dato di fine 2010, risulta pressoché interamente di competenza della Capogruppo ed è relativa prevalentemente alla quota parte dei prestiti di scopo in ammortamento al 31 dicembre 2011 non ancora erogata. In tale voce sono ricompresi il finanziamento concesso dalla Capogruppo a Terna S.p.A. (pari a 500 milioni di euro), il deposito di FSI presso CDP (pari a circa 600 milioni di euro) e il finanziamento concesso dalla Capogruppo a CDP GAS (pari a circa 177 milioni di euro); tali operazioni sono oggetto di elisione in quanto, appunto, realizzate infragruppo.

In merito all'aggregato relativo alla "Raccolta rappresentata da titoli obbligazionari" si rileva un incremento rispetto al dato di fine 2010 pari a circa 2 miliardi di euro (+21%). Tale dinamica è ascrivibile per oltre 1,2 miliardi di euro al Gruppo Terna per effetto della nuova emissione obbligazionaria effettuata nel primo semestre 2011 da Terna S.p.A.; l'apporto della Capogruppo, invece, risulta in crescita di 800 milioni di euro per effetto della raccolta netta sulle emissioni obbligazionarie di EMTN.

Per quanto concerne la voce "Passività di negoziazione e derivati di copertura", si registra un progresso dello stock, quasi interamente di competenza della Capogruppo, rispetto alla fine del 2010 per oltre 1 miliardo di euro, passando da 2.236 milioni di euro a 3.271 milioni di euro; in tale posta rientra il fair value, se negativo, degli strumenti derivati di copertura, comprese le coperture gestionali non riconosciute come tali ai fini contabili. In particolare, per CDP, la variazione del saldo consegue alla riduzione registrata sul fair value della componente opzionale oggetto di scorporo dai Buoni fruttiferi postali indicizzati a scadenza e "Premia", che ha solo parzialmente controbilanciato l'aumento del fair value negativo degli strumenti derivati di copertura. Per quanto riguarda Terna, l'incremento della voce è da ricondurre agli effetti sui derivati a copertura dell'indebitamento a tasso variabile dell'abbassamento della curva dei tassi di interesse (cash flow hedge).

Con riferimento alla voce "Ratei, risconti e altre passività non onerose", si registra un aumento del 42% rispetto a fine 2010, passando da 959 milioni di euro a 1.357 milioni di euro. Al saldo patrimoniale contribuiscono la Capogruppo per 757 milioni di euro, in linea con il valore di fine 2010, e il Gruppo Terna, per il quale, invece, si rileva un aumento della voce pari a circa 375 milioni di euro, prevalentemente per effetto della variazione positiva rilevata sulle valutazioni della raccolta oggetto di copertura e, in misura minore, per maggiori ratei maturati su titoli obbligazionari e prestiti bancari.

Per quanto concerne la posta "Altre voci del passivo", il saldo risulta pari a 2.825 milioni di euro (-11% rispetto al 2010), di cui 2,3 miliardi relativi al Gruppo Terna e la restante parte relativa al perimetro finanziario. Relativamente alla Capogruppo, il saldo risulta in sensibile diminuzione rispetto ai valori di fine 2010 principalmente per effetto del minor debito da regolare verso Poste Italiane S.p.A. come remunerazione del servizio di collocamento e gestione amministrativo-contabile del Risparmio Postale per il 2011. Per il Gruppo Terna, in tale voce confluiscono principalmente i debiti commerciali relativi alla sua specifica attività, in aumento di oltre 300 milioni di euro. Rispetto al 2010, si segnala anche il venir meno delle passività di RTR, per le motivazioni già indicate con riferimento alle attività relative.

La voce "Fondi per rischi, imposte e TFR", pari a 1.950 milioni di euro, risulta in aumento del 7% rispetto alla situazione di fine 2010, sostanzialmente per effetto dell'aumento della fiscalità corrente e differita conseguente all'introduzione dell'addizionale IRES (c.d. "Robin Hood Tax") nei settori della produzione, trasmissione e dispacciamento, distribuzione e commercializzazione dell'energia elettrica.

Il patrimonio netto di fine 2011 si è assestato a circa 18,3 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 16,8 miliardi di euro del 2010. Tale dinamica è da ricondurre alla maturazione degli utili di esercizio delle varie società del Gruppo, controbilanciati dall'ammontare di dividendi erogati agli azionisti con riferimento all'utile conseguito nell'esercizio 2010. A valere sul patrimonio netto complessivo, 15,5 miliardi di euro risultano di pertinenza della Capogruppo (+12% rispetto al 2010) e circa 2,8 miliardi di euro di pertinenza di terzi (in linea con il valore dell'esercizio precedente).

Patrimonio netto

(milioni di euro)

	31/12/2011	31/12/2010
Patrimonio netto di pertinenza della Capogruppo	15.525	13.917
Patrimonio netto di pertinenza di terzi	2.824	2.896
Totale patrimonio netto	18.349	16.813

3.2 CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO CONSOLIDATO

I dati di seguito riportati espongono la rappresentazione del Gruppo CDP, con specifica evidenza degli apporti derivanti dalle società del perimetro finanziario (CDP, CDPI SGR e FSI) e non finanziario (Gruppo Terna e CDP GAS). La differenza tra i risultati consolidati e la somma dei contributi dei due perimetri è spiegata da elisioni e rettifiche di consolidamento.

Dati economici riclassificati

(milioni di euro)

	31/12/2011			31/12/2010	Variazione (perc.)
	Gruppo CDP	di cui perimetro finanziario	di cui perimetro non finanziario	Gruppo CDP	
Margine di interesse	2.214	2.332	-124	1.566	41,4%
Dividendi	3	1.229	-	811	-99,6%
Commissioni nette	-1.483	-1.481	-2	-710	108,9%
Altri costi e ricavi netti	-69	-39	2	210	n/s
Margine di intermediazione	665	2.042	-124	1.877	-64,6%
Riprese (Rettifiche) di valore nette	-10	-10	-	-4	168,8%
Costi di struttura	-937	-99	-793	-904	3,7%
- di cui spese amministrative	-488	-91	-397	-489	-0,3%
Risultato di gestione	1.799	1.944	1.108	2.967	-39,4%
Utile d'esercizio	2.345	1.615	440	2.749	-14,7%
Utile di periodo di pertinenza di terzi	177			406	-56,3%
Utile d'esercizio di pertinenza della Capogruppo	2.167			2.344	-7,5%

L'utile conseguito dal Gruppo CDP risulta non pienamente confrontabile con l'esercizio scorso per effetto di fattori di discontinuità e/o eventi non ricorrenti intervenuti nei due esercizi. In particolare, con riferimento alla Capogruppo CDP, si rileva la plusvalenza di carattere non ricorrente conseguita nel 2010 a esito della permuta azionaria perfezionata con il MEF, nonché la diversa natura e determinazione del corrispettivo riconosciuto nel 2011 a Poste Italiane S.p.A. per l'attività di collocamento e gestione del Risparmio Postale; tale nuovo assetto commissionale determina, tra l'altro, l'iscrizione in conto economico di oneri che, in base al precedente schema, venivano ammortizzati su un orizzonte pluriennale. In assenza di tali fattori di discontinuità, il risultato netto dell'esercizio di competenza di CDP avrebbe registrato un aumento di circa il 18%. Per quanto riguarda il Gruppo Terna, invece, sia nel 2010 sia nel 2011 sono stati conseguiti ricavi di carattere non ricorrente generati dalle attività operative cessate e destinate alla vendita.

L'utile di Gruppo conseguito nel 2011 è pari a 2.345 milioni di euro (di cui 2.167 milioni di euro di pertinenza della Capogruppo), in flessione del 15% rispetto al risultato relativo al 2010.

Nel dettaglio, il margine di interesse è risultato pari a 2.214 milioni di euro, in aumento di oltre il 40% rispetto al 2010. Tale risultato è da ricondurre prevalentemente alla crescita di circa 30 punti base registrata sul margine tra impieghi e raccolta rilevato sulla Capogruppo, solo in minima parte compensato dall'incremento degli oneri finanziari netti registrato dal Gruppo Terna (+30 milioni di euro).

Il miglioramento del margine di interesse è stato controbilanciato dalla flessione registrata sulle voci successive, riferite pressoché esclusivamente alla Capogruppo. Infatti, i già citati maggiori oneri commissionali sul Risparmio Postale sostenuti nel 2011 sono stati solo parzialmente compensati da maggiori dividendi percepiti per effetto del diverso perimetro di portafoglio partecipativo detenuto da CDP. A tali dinamiche si aggiungono gli effetti derivanti dal contributo negativo fornito dagli altri ricavi netti nel 2011, per effetto: (i) di un peggioramento del risultato dell'attività di negoziazione e copertura, che risente, peraltro, anche della riclassificazione del derivato a copertura del finanziamento infra-gruppo concesso da CDP a favore di Terna tra le passività di negoziazione, contabilizzandone pertanto gli effetti a conto economico; (ii) dei ricavi di natura non ricorrente conseguiti nel 2010 con riferimento alla cessione al MEF della partecipazione detenuta in Enel S.p.A.

La voce relativa ai costi di struttura si compone delle spese per il personale e delle altre spese amministrative, nonché delle rettifiche di valore su attività materiali e immateriali; tale aggregato risulta in aumento rispetto all'analogo periodo del 2010 (+4%), attestandosi a quota 937 milioni di euro, di cui 99 milioni di euro relativi al perimetro finanziario e 793 milioni relativi al perimetro non finanziario. In particolare, l'aumento registrato sui dati del Gruppo Terna (pari a 22 milioni di euro) deriva principalmente dall'incremento delle rettifiche di valore su attività materiali per l'entrata in esercizio di nuovi impianti, in presenza, poi, di una stabilità delle spese per il personale e di una flessione dei costi operativi (prevalentemente di natura informatica e per attività di manutenzione e mantenimento dello stato di efficienza degli impianti). Con riferimento al perimetro finanziario, invece, si rileva un incremento pari a 11 milioni di euro; tale dinamica consegue prevalentemente alla dinamica delle spese di pertinenza della Capogruppo e in misura minore al lieve incremento dei costi rilevato su CDPI SGR, nonché alle spese connesse allo start-up di FSI. Con riferimento a CDP, l'aumento dei costi consegue al maggior numero di dipendenti mediamente presenti in CDP nel 2011 rispetto al 2010, oltre che a maggiori spese amministrative di natura informatica conseguentemente all'avvio dei progetti di innovazione tecnologica previsti dal Piano industriale 2011-2013, ovvero connesse ai canoni di locazione e ai costi per servizi e utenze delle sedi distaccate.

L'aggregato risultato di gestione si è attestato a quota 1.799 milioni di euro, in flessione del 39% rispetto al 2010. Per il Gruppo Terna, in tale voce confluiscono, in particolare, i proventi di gestione, che rappresentano i ricavi del "core business" di Terna e delle controllate; nel corso dell'esercizio si è registrato un incremento rispetto al medesimo periodo del 2010 (+48 milioni di euro), derivante principalmente dagli effetti della Delibera dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas (AEEG) n. 228/10, che ha rivisitato le tariffe per il 2011, dal corrispettivo per la remunerazione della rete relativo al Piano di difesa e dalla remunerazione della quota di RTN di proprietà di Terna Rete Italia. Per la Capogruppo, invece, valgono le ragioni precedentemente esposte.

Considerando, poi, le altre poste residuali e l'imposizione fiscale, si rileva che l'utile netto di esercizio è risultato pari a 2.345 milioni di euro, in flessione rispetto al risultato conseguito nel 2010 soprattutto per le ragioni di carattere non ricorrente e gli effetti di discontinuità precedentemente esposti.

In particolare, il contributo del perimetro finanziario è stato pari a 1.615 milioni di euro (-275 milioni di euro rispetto allo stesso periodo del 2010); il perimetro non finanziario presenta un risultato netto pari a 440 milioni di euro, in flessione di circa 172 milioni di euro rispetto al 2010 (-14%), principalmente per effetto della "manovra correttiva bis" (c.d. "Robin Hood Tax"), a fronte di un risultato *ante* imposte sostanzialmente in linea con il 2010. Inoltre, come già ricordato, il risultato netto consolidato 2011 incorpora, oltre al contributo dei perimetri finanziario e non finanziario, l'impatto positivo derivante dal consolidamento con il metodo del patrimonio netto della partecipazione in Eni S.p.A., per un valore di circa 600 milioni di euro.

Di seguito si riporta il prospetto relativo al conto economico consolidato riclassificato non inclusivo degli impatti di natura non ricorrente che si sono verificati nel 2010 e nel 2011: per CDP, la plusvalenza conseguita nell'ambito dell'operazione di permuta azionaria con il MEF nel 2010 e per il 2011 l'impatto negativo conseguente alla variazione della modalità di determinazione degli oneri commissionali riferiti al Risparmio Postale; per il Gruppo Terna, invece, si è provveduto a eliminare le componenti positive di reddito generate dalle attività operative cessate e destinate alla vendita, nel 2011 riferite alla cessione delle società del settore fotovoltaico nonché al rilascio della garanzia stanziata sul rischio di manleva nella cessione delle controllate brasiliane, e nel 2010 relative ai ricavi derivanti dalla cessione degli impianti fotovoltaici ceduti con la controllata Rete Rinnovabile.

Dati economici riclassificati - *pro forma* senza voci non ricorrenti

(milioni di euro)

	31/12/2011			31/12/2010	Variazione (perc.)
	Gruppo CDP	di cui perimetro finanziario	di cui perimetro non finanziario	Gruppo CDP	
Margine di interesse	2.127	2.246	-124	1.566	35,9%
Dividendi	3	1.229	-	811	-99,6%
Commissioni nette	-857	-856	-2	-710	20,8%
Altri costi e ricavi netti	-69	-39	2	81	n/s
Margine di intermediazione	1.204	2.581	-124	1.748	-31,1%
Riprese (Rettifiche) di valore nette	-10	-10	-	-4	168,8%
Costi di struttura	-937	-99	-793	-904	3,7%
- di cui spese amministrative	-488	-91	-397	-489	-0,3%
Risultato di gestione	2.339	2.483	1.108	2.839	-17,6%
Utile d'esercizio	2.592	1.975	327	1.907	35,9%
Utile di periodo di pertinenza di terzi	98			303	-67,5%
Utile d'esercizio di pertinenza della Capogruppo	2.494			1.604	55,4%

3.3 PROSPETTO DI RACCORDO TRA IL PATRIMONIO NETTO E IL RISULTATO DI PERIODO DELLA CAPOGRUPPO E IL PATRIMONIO NETTO E IL RISULTATO DI PERIODO CONSOLIDATI

Si riporta di seguito il prospetto di raccordo tra il patrimonio netto e il risultato di periodo della Capogruppo con quelli consolidati.

Prospetto di raccordo tra patrimonio e utile della Capogruppo e patrimonio e utile consolidati

(migliaia di euro)

Esercizio 2011	Utile netto	Capitale e riserve	Totale
Bilancio della Capogruppo	1.611.906	12.857.457	14.469.363
Saldo da bilancio di società consolidate integralmente	443.138	3.446.030	3.889.168
Rettifiche di consolidamento:	112.370	-2.946.130	-2.833.760
- valore di carico di partecipazioni consolidate integralmente		-2.389.400	-2.389.400
- avviamento		295.669	295.669
- rivalutazioni immobilizzazioni materiali e immateriali		2.340.100	2.340.100
- storno rivalutazione su immobilizzazioni immateriali alienate		-62.298	-62.298
- ammortamento rivalutazioni immobilizzazioni	-45.100	-279.378	-324.478
- dividendi di socie ^{ta} consolidate integralmente	-126.000	126.000	0
- valutazione di partecipazioni al patrimonio netto	617.220	305.128	922.348
- elisione rapporti infragruppo	-16.373	16.053	-320
- fiscalità anticipata e differita	-140.010	-651.208	-791.218
- quote soci di minoranza	-177.367	-2.646.796	-2.824.163
Bilancio consolidato	2.167.414	13.357.357	15.524.771

4. Presidio dei rischi

4.1 MONITORAGGIO DEI RISCHI NEL GRUPPO CDP

4.1.1 Monitoraggio dei rischi in CDP

Per le informazioni riguardanti la gestione dei rischi di CDP si rimanda a quanto contenuto nel relativo bilancio separato.

4.1.2 Monitoraggio dei rischi in CDPI SGR

I rischi finanziari sono quelli che incorre la SGR nell'impiego del capitale liquido e quelli connessi con l'attività di gestione del Fondo.

Per quanto riguarda i primi, essi risultano limitati in quanto l'intera liquidità della SGR è depositata su un conto corrente bancario, mentre un importo di circa 435mila euro è stato investito nell'acquisto di CTZ con scadenza 30 settembre 2012. Considerata la stabilità delle commissioni di gestione nel periodo di vita dell'investimento, il rischio di realizzo del medesimo può essere reputato trascurabile dal momento che il titolo sarà detenuto fino a scadenza.

Per quanto riguarda i rischi finanziari legati all'impiego delle risorse del Fondo, il Risk Management:

- verifica il rispetto dei limiti normativi e regolamentari;
- analizza le proposte di investimento e formalizza un parere su di esse a beneficio del Consiglio di amministrazione;
- verifica la coerenza tra l'investimento e la strategia di gestione del Fondo;
- analizza – attraverso l'acquisizione di opportuna documentazione – il sistema di gestione dei rischi adottato dalla SGR gestore del fondo target o dalla società veicolo;
- focalizza l'attenzione del business su temi considerati di particolare rilevanza e meritevoli di approfondimento.

Il rischio di liquidità viene monitorato mediante un'attenta pianificazione dei flussi di cassa in entrata e in uscita della società (forecast finanziario). Più in generale, i rischi di mercato sono gestiti mediante la tecnologia di rischio della Capogruppo CDP verso la quale è stata esternalizzata la funzione di Risk Management.

La funzione di Risk Management è inoltre responsabile del censimento e della valutazione dei rischi operativi. Nel mese di maggio 2011 essa ha provveduto alla mappatura dei rischi operativi sulle principali

procedure della SGR, successivamente condivisa con la struttura interna della SGR e approvata dal Consiglio di amministrazione nella seduta del 19 luglio 2011.

L'attività di mappatura sarà aggiornata a partire dal mese di maggio 2012; a seguire, sulla base delle Risk Map aggiornate, sarà svolta l'attività di valutazione dell'esposizione ai rischi operativi, in modo da identificare i rischi significativi per i quali si renda necessario un tempestivo intervento di mitigazione.

Considerata la natura di fondo a richiamo del Fondo Investimenti per l'Abitare, la SGR corre un rischio di credito nei confronti dei sottoscrittori. Va rilevato, a questo riguardo, che attualmente più della metà del patrimonio del Fondo è stato sottoscritto dal socio di controllo della SGR. Essendo il Fondo riservato esclusivamente a investitori qualificati, i restanti sottoscrittori rientrano generalmente nel novero di quei soggetti, bancari, assicurativi, previdenziali, di comprovato standing.

Il rischio di credito nei confronti dei sottoscrittori è comunque gestito tramite apposite clausole del Regolamento che tutelano SGR e Fondo in caso di inadempimento (per esempio, penali a carico dei sottoscrittori in caso di mancati versamenti).

4.1.3 Monitoraggio dei rischi nel Gruppo Terna

Nell'esercizio della sua attività il Gruppo Terna è esposto a diversi rischi finanziari: rischio di mercato (rischio tasso di cambio, rischio tasso di interesse e rischio di inflazione), rischio di liquidità e rischio di credito. Le politiche di gestione dei rischi hanno lo scopo di identificare e analizzare i rischi ai quali le società del Gruppo sono esposte, di stabilire appropriati limiti e controlli e di monitorare i rischi e il rispetto di tali limiti. Queste politiche e i relativi sistemi sono rivisti regolarmente al fine di riflettere eventuali variazioni delle condizioni del mercato e delle attività del Gruppo.

In particolare, Terna ha definito nell'ambito delle proprie policy per la gestione dei rischi finanziari, approvate dal Consiglio di amministrazione, le responsabilità e le modalità operative per le attività di gestione dei rischi finanziari, con specifico riferimento agli strumenti da utilizzare e a precisi limiti operativi nella gestione degli stessi. L'esposizione del Gruppo Terna ai suddetti rischi è sostanzialmente rappresentata dall'esposizione di Terna S.p.A.

RISCHIO DI MERCATO

Il rischio di mercato è il rischio che il fair value o i flussi finanziari futuri di uno strumento finanziario fluttuino in seguito a variazioni delle condizioni dei mercati finanziari. Il rischio di mercato comprende tre tipi di rischi: rischio tasso di cambio, rischio tasso di interesse e rischio di inflazione.

Generalmente Terna copre il rischio di cambio attraverso la vendita o l'acquisto di valuta a termine (contratti forward) o di opzioni. Le opzioni in valuta danno a Terna il diritto o l'obbligo di acquistare o vendere importi predeterminati di valuta a un tasso di cambio specifico e alla fine di un certo periodo di tempo. Normalmente, sia i contratti forward sia le opzioni hanno una scadenza non superiore a 12

mesi. Al 31 dicembre 2011, come al 31 dicembre 2010, non sono presenti in bilancio strumenti finanziari esposti al rischio di cambio.

Il rischio tasso di interesse è rappresentato dall'incertezza associata all'andamento dei tassi di interesse. Per il Gruppo Terna, la principale fonte di rischio tasso di interesse deriva dalle componenti dell'indebitamento finanziario netto e dalle relative posizioni di copertura in strumenti derivati che generano oneri finanziari. Gli strumenti utilizzati per le coperture comprendono, su scadenze diverse, sia derivati che portano il debito da tasso fisso a tasso variabile sia derivati che portano il debito da tasso variabile a tasso fisso.

Relativamente al rischio tasso di inflazione, si evidenzia che la tariffa fissata dal Regolatore per remunerare l'attività di Terna S.p.A. viene determinata in modo da consentire la copertura dei costi riconosciuti di settore. Tali componenti di costo vengono aggiornate annualmente per tenere conto dell'inflazione maturata. La società facendo ricorso, nell'esercizio 2007, a un'emissione obbligazionaria indicizzata all'inflazione, ha posto in essere un'efficace protezione del risultato netto di conto economico; infatti un'eventuale diminuzione della quota di ricavi attesi, a seguito di una diminuzione del tasso di inflazione, può essere compensata da minori oneri finanziari.

RISCHIO DI LIQUIDITÀ

Il rischio di liquidità è il rischio che Terna abbia difficoltà ad adempiere alle obbligazioni associate a passività finanziarie e del ciclo operativo gestionale. La gestione del rischio di liquidità assicura un'adeguata copertura dei fabbisogni finanziari attraverso la sottoscrizione di idonee linee di credito e un'opportuna gestione delle eventuali eccedenze di liquidità. Al 31 dicembre 2011 Terna ha a disposizione linee di credito di medio termine per 500 milioni di euro e di breve termine per 703,8 milioni di euro. Tale ammontare è capiente per rifinanziare il debito in scadenza evidenziato nel paragrafo dei finanziamenti a lungo termine, pari a 59,7 milioni di euro.

RISCHIO DI CREDITO

Il rischio di credito è il rischio che un cliente o una delle controparti di uno strumento finanziario causi una perdita finanziaria non adempiendo a un'obbligazione e deriva principalmente dai crediti commerciali e dagli investimenti finanziari della società.

Il rischio di credito originato da posizioni aperte su operazioni in strumenti finanziari derivati viene considerato di entità marginale in quanto le controparti, in osservanza a quanto stabilito dalle policy di gestione dei rischi finanziari, sono primari istituti di credito internazionali dotati di un alto livello di rating e la gestione delle predette operazioni viene frazionata nel rispetto di specifici limiti di concentrazione.

La gestione del rischio di credito è guidata anche dall'applicazione della Delibera dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas (AEEG) n. 111/06 che, all'articolo 49, ha introdotto strumenti per la limitazione dei rischi legati all'insolvenza dei clienti del dispacciamento, sia in via preventiva sia in caso di insolvenza manifestata.

In particolare, la delibera prevede tre strumenti a tutela del mercato elettrico: il sistema delle garanzie (fidejussioni rilasciate dai singoli utenti del dispacciamento in relazione al loro fatturato), la possibilità di ricorrere alla risoluzione del contratto di dispacciamento (nel caso di insolvenza o di mancata reintegrazione delle garanzie escusse) e infine la possibilità di recupero dei crediti non incassati, dopo aver esperito tutte le azioni di recupero, attraverso uno specifico corrispettivo che all'occorrenza viene definito dall'AEEG.

L'importo complessivo dell'esposizione al rischio di credito al 31 dicembre 2011 è rappresentato dal valore contabile delle attività finanziarie (correnti e non correnti), dei crediti commerciali e delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti.

RISCHIO DI DEFAULT E COVENANT SUL DEBITO

Tale rischio attiene alla possibilità che i contratti di finanziamento o i regolamenti dei prestiti obbligazionari, di cui la società è parte, contengano disposizioni che legittimano le controparti a chiedere al debitore, al verificarsi di determinati eventi, l'immediato rimborso delle somme prestate, generando conseguentemente un rischio di liquidità. Con riferimento alle clausole contrattuali dei finanziamenti in essere al 31 dicembre 2011, si rimanda alla sezione "Finanziamenti e passività finanziarie" della Nota integrativa di Terna S.p.A.

CONTENZIOSI

Di seguito vengono illustrati i principali impegni e rischi non risultanti dallo Stato patrimoniale riferiti alla Capogruppo Terna e alla controllata Terna Rete Italia al 31 dicembre 2011, non sussistendo tali impegni e rischi per le altre controllate a tale data.

Contenzioso in materia ambientale e urbanistica

Il contenzioso in materia ambientale trae origine dall'installazione e dall'esercizio degli impianti elettrici e, prevalentemente, riguarda i danni che potrebbero derivare dall'esposizione ai campi elettrici e magnetici generati dagli elettrodotti. La Capogruppo e la controllata Terna Rete Italia sono infatti convenute in diversi giudizi, civili e amministrativi, nei quali vengono richiesti lo spostamento o la modifica delle modalità di esercizio di linee elettriche sulla base della presunta dannosità delle stesse, anche se installate nel pieno rispetto della normativa vigente in materia (legge 22 febbraio 2001, n. 36 e decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 8 luglio 2003). Soltanto in un numero molto limitato di casi sono state avanzate richieste di risarcimento dei danni alla salute per effetto dei campi elettromagnetici. Sotto il profilo delle decisioni intervenute in materia, si evidenzia che solo in sporadici contenziosi sono state emanate pronunce sfavorevoli alla Capogruppo, peraltro impugnate, i cui relativi giudizi sono allo stato ancora pendenti, ed eventuali esiti negativi sono ritenuti non probabili.

Sono pendenti inoltre alcune vertenze in materia urbanistica e ambientale, connesse alla costruzione e all'esercizio di alcune linee di trasmissione, il cui esito sfavorevole potrebbe generare effetti peraltro non prevedibili e quindi non compresi in sede di determinazione del "Fondo contenzioso e rischi diversi".

Per un numero limitato di giudizi non si possono a oggi escludere in via assoluta esiti sfavorevoli, le cui conseguenze potrebbero consistere, oltre che nell'eventuale risarcimento dei danni, nel sostenimento,

tra l'altro, di oneri connessi alle modifiche delle linee e alla temporanea indisponibilità delle linee stesse. In ogni caso, l'eventuale esito sfavorevole non comprometterebbe l'esercizio delle linee.

L'esame dei sopraccitati contenziosi, tenuto anche conto delle indicazioni dei legali esterni, fa ritenere come remoti eventuali esiti negativi.

Contenzioso relativo alle attività affidate in concessione

La Capogruppo, quale concessionario delle attività di trasmissione e dispacciamento dal 1° novembre 2005, è stata convenuta in alcuni giudizi a carattere per lo più impugnatorio di provvedimenti dell'AEEG e/o del MSE e/o della stessa Terna, e relativi a tali attività. Solo nei casi in cui i ricorrenti lamentano, oltre che vizi propri dei provvedimenti impugnati, anche la presunta violazione da parte di Terna delle regole dettate dalle predette autorità, la società si è costituita in giudizio. Nell'ambito di tale contenzioso, ancorché alcuni giudizi si siano conclusi in primo e/o in secondo grado con l'annullamento delle delibere dell'AEEG e dei consequenziali provvedimenti di Terna, si possono ritenere come non probabili eventuali esiti negativi per la società stessa, trattandosi normalmente per la stessa di partite passanti, come peraltro si ricava dalle informazioni fornite dai legali esterni che assistono la società nel giudizio. Terna, quale concessionario delle attività di trasmissione e dispacciamento, in applicazione di delibere dell'AEEG, adotta atti e provvedimenti che talora sono oggetto di impugnazione, anche se i relativi oneri economici, in presenza di determinati presupposti, possono essere riconosciuti da parte dell'Autorità di settore.

4.1.4 Monitoraggio dei rischi in CDP GAS

Tenuto conto della recente costituzione della società, sono ancora in corso le valutazioni in merito ai più appropriati presidi da porre in essere per rispettare le procedure di Gruppo per la gestione dei rischi.

4.1.5 Monitoraggio dei rischi in FSI

Nell'ambito delle varie attività di start-up, FSI ha avviato una serie di attività preliminari volte a monitorare e gestire le varie tipologie di rischio cui potrebbe essere soggetta nello svolgimento delle proprie attività.

In particolare, in stretto coordinamento con CDP, FSI sta provvedendo a individuare i principi base di operatività e le relative linee guida al fine di rilevare, misurare, monitorare e controllare i rischi propri dell'attività svolta.

Sulla base delle previsioni circa l'operatività caratteristica, si ritiene che i principali rischi che sarà opportuno monitorare siano di natura operativa, reputazionale e soprattutto finanziaria (a titolo esemplificativo: rischio azionario e di mercato, rischio di concentrazione, rischio di liquidità, rischio di tasso di interesse e di cambio, rischio di controparte e di credito).

5. Le previsioni per l'intero esercizio

5.1 LE PROSPETTIVE DEL GRUPPO CDP

5.1.1 Le prospettive di CDP

Per le informazioni riguardanti le previsioni per l'intero esercizio di CDP, si rimanda a quanto contenuto nel relativo bilancio separato.

5.1.2 Le prospettive di CDPI SGR

Nell'esercizio 2012 è previsto l'avvio di nuovi filoni di operatività per CDPI con la possibile istituzione di nuovi fondi immobiliari, tra cui il fondo destinato agli investimenti diretti nel settore dell'EPS, eventuali fondi ad apporto alimentati con il patrimonio di ordini religiosi o di casse previdenziali private e la partecipazione a bandi per la selezione di società di gestione di fondi destinati alla valorizzazione dei patrimoni immobiliari pubblici.

Il Consiglio di amministrazione del 18 gennaio 2012 ha approvato il budget della società per il 2012, che prevede un significativo incremento dell'organico, a supporto della prevista crescita nell'operatività aziendale.

Il Consiglio di amministrazione, nella riunione del 14 febbraio 2012, ha valutato positivamente la possibilità che la SGR attui la propria crescita dimensionale tramite l'assunzione di alcune risorse dell'area Finanza di Fondazione Housing Sociale, la contemporanea risoluzione consensuale del contratto in essere con quest'ultima e l'internalizzazione di attività di scouting e prima strutturazione delle iniziative di investimento. La localizzazione delle risorse di Fondazione Housing Sociale su Milano favorirebbe inoltre il rafforzamento del presidio operativo della società nel Nord Italia, dove è localizzata la maggioranza delle iniziative di social housing attualmente in pipeline.

È stato avviato il percorso per la definizione del nuovo assetto organizzativo conseguente all'internalizzazione delle attività di cui sopra. Il primo passaggio si è concretizzato il 1° marzo 2012, con l'ingresso nell'organico di CDPI di un nuovo dirigente, proveniente dalla Fondazione, che affiancherà il Direttore generale nella definizione di tale programma di attività.

Si segnala inoltre che in data 28 febbraio 2012 la SGR ha presentato la propria richiesta di prequalifica al bando di gara del Ministero della difesa per la selezione di SGR cui affidare la gestione di fondi