

Per una trattazione più approfondita delle *partecipazioni* si rimanda al relativo paragrafo di dettaglio (cfr. "Gestione delle partecipazioni").

Stato Patrimoniale - Passivo

Il passivo di Stato patrimoniale della CDP si compone delle seguenti voci aggregate:

(milioni di euro)

PASSIVO E PATRIMONIO NETTO

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione
Debiti	164.815	135.803	21,4%
Altre passività finanziarie	476	437	9,0%
Altre voci del passivo	771	1.772	-56,5%
Fondi per rischi, imposte e TFR	1.347	936	43,9%
Patrimonio netto	13.284	10.586	25,5%
Totale passivo e patrimonio netto	180.692	149.533	20,8%

Tale aggregato patrimoniale si è incrementato, rispetto al 31/12/2005, del 20,8% per un importo pari a 31.159 milioni di euro, per la maggior parte imputabile all'incremento dei debiti, di seguito analizzati.

I **debiti** si compongono delle seguenti voci di dettaglio:

(milioni di euro)

DEBITI

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione
Debiti verso clientela	10.391	7.774	33,7%
Debiti verso banche	1.246	1.448	-14,0%
Debiti rappresentati da titoli obbligazionari	8.639	4.375	97,5%
Raccolta postale	144.540	122.206	18,3%
Totale Debiti	164.815	135.803	21,4%

I *debiti verso clientela* sono aumentati significativamente (33,7%) in seguito al passaggio in ammortamento di mutui precedentemente in pre-ammortamento, secondo la forma di rappresentazione contabile descritta nel paragrafo 11.2 della presente relazione. I mutui in ammortamento da somministrare passano, infatti, da circa 6 miliardi del 2005 ai 10,2 miliardi del 2006, con un incremento di 4,2 miliardi. Al riguardo si evidenzia che, nel corso dell'esercizio, sono aumentate significativamente le concessioni di mutuo con erogazione non differita nel tempo, anche a fronte dell'incremento dell'attività della gestione ordinaria, che non generano un incremento dei debiti verso la clientela.

La voce "Debiti verso clientela" include, tra l'altro, anche i fondi ricevuti dallo Stato, ancora da somministrare al 31/12/2006, correlati alla concessione ed erogazione di contributi per l'acquisto e/o leasing di veicoli a minimo impatto ambientale. Tale intervento, previsto dall'articolo 17 della legge 166/2002 e regolamentato dal D.M. Ambiente del 24 maggio 2004, comportava uno stanziamento a carico del bilancio dello Stato per un importo di 30 milioni di euro per ciascuno degli anni 2002 – 2003 – 2004. Alla chiusura dell'esercizio, a fronte di versamenti ricevuti da parte del Ministero dell'economia e delle finanze di 56,4 milioni di euro, erano stati concessi finanziamenti per 56,3 milioni di euro ed erogati per 19,9 milioni di euro. La passività in questione non è onerosa.

I *debiti verso banche* risultano, invece, diminuiti a seguito del minor utilizzo, ai fini dei pagamenti, del mandato di pagamento tramite tesoreria che comporta l'anticipazione (339 milioni di euro contro i 542 del 2005) del pagamento da parte del tesoriere in attesa dell'esito del mandato, con contestuale spostamento degli importi ordinati su conto infruttifero. Si rileva inoltre una minore presenza di debiti verso la Banca d'Italia per RID insoluti con scadenza 30/12/2006 (94 milioni di euro contro i 169 del 2005), il cui importo era stato anticipato dalla medesima.

I *debiti rappresentati da titoli* sono aumentati a seguito delle nuove emissioni obbligazionarie effettuate nel 2006, pari di 4,3 miliardi di euro, dei *Covered bond* e dell'*EMTN Programme*.

La raccolta postale, infine, si è incrementata del 18,3%, per un valore totale pari a 22.334 milioni di euro. L'importo complessivo dei libretti postali al 31/12/2006

ammonta a 70.583 milioni di euro, mentre quello dei buoni fruttiferi postali, valorizzati al costo ammortizzato, ammonta a 73.957 milioni di euro.

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

(milioni di euro)

ALTRE VOCI DEL PASSIVO

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione
Passività di natura transitoria	63	872	-92,8%
Passività verso soggetti diversi	597	878	-32,1%
Passività di natura fiscale	112	21	422,4%
Totale Altre voci del passivo	771	1.772	-56,5%

La differenza elevata tra il 2005 ed il 2006 evidenziata nella voce di dettaglio "Passività di natura transitoria" è legata alla rimodulazione dei mutui effettuata a fine dicembre 2005 con effetto 1 gennaio 2006.

I **fondi** si compongono delle seguenti voci di dettaglio:

(milioni di euro)

FONDI

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione
Fondi fiscali	1.345	926	45,3%
Fondo trattamento di fine rapporto	1	0	83,1%
Fondo rischi e oneri diversi	1	10	-90,8%
Totale Fondi	1.347	936	43,9%

I fondi fiscali valorizzano esclusivamente i debiti connessi alle imposte dell'esercizio correnti e differite.

Il *fondo di trattamento fine rapporto* ha inglobato, con l'incorporazione in data 1/1/2006, il corrispondente fondo facente capo ai dipendenti di Infrastrutture S.p.A. (circa 232 mila euro). Il fondo trattamento fine rapporto rimane, comunque, di esiguo importo, in quanto i dipendenti CDP hanno conservato, anche dopo la trasformazione, il regime pensionistico INPDAP che prevede il versamento allo stesso

ente anche degli oneri relativi al trattamento in questione. La quota di TFR evidenziata, quindi, fa capo al TFR dei soli dipendenti neoassunti (in regime previdenziale INPS) maturato fino al 2005, in quanto la quota maturata nel 2006, per dipendenti che hanno optato in tal senso (92% degli aventi diritto), non è andata a valorizzare il Fondo in questione, ma è stata destinata al Fondo di previdenza complementare, secondo quanto previsto in materia dalla normativa vigente.

La diminuzione del *fondo rischi e oneri diversi* è da imputare ad un riadeguamento, di circa 9 milioni di euro, dell'originario fondo liti in corso presente al 31/12/2005, destinato a coprire potenziali passività legate al contenzioso con personale dipendente.

Il **patrimonio netto** della CDP al 31/12/2006 si compone come di seguito evidenziato:

(milioni di euro)

PATRIMONIO NETTO

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione
Capitale	3.500	3.500	0,0%
Riserva legale	61	14	325,7%
Riserve FTA e altre riserve	1.211	415	191,5%
Riserve da valutazione	6.460	5.015	28,8%
Utile dell'esercizio	2.053	1.642	25,0%
Totale Patrimonio Netto	13.284	10.586	25,5%

13.2 Conto economico**Conto economico riclassificato**

	Esercizio 2006 (€/mil)	Esercizio 2005 (€/mil)	Variazione (%)
Interessi attivi e proventi assimilati	5.642	4.874	16%
<i>di cui interessi attivi su crediti verso clientela</i>	3.393	3.352	1%
Interessi passivi e oneri assimilati	(3.861)	(2.839)	36%
MARGINE D'INTERESSE	1.780	2.035	-12,5%
Dividendi	907	886	2%
Utili (perdite) delle partecipazioni	312	66	373%
Commissioni attive	11	2	495%
Commissioni passive	(725)	(673)	8%
<i>di cui commissioni di gestione risparmio postale</i>	(725)	(672)	8%
Risultato netto dell'attività di negoziazione	231	(181)	-228%
Risultato netto dell'attività di copertura	(1)	(27)	-95%
Utili (o perdite) da cessione o riacquisto di attività e passività	200	71	181%
MARGINE D'INTERMEDIAZIONE LORDO	2.716	2.180	24,6%
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento	(35)	(2)	1604%
<i>di cui rettifiche per deterioramento di crediti</i>	(35)	(2)	1604%
RISULTATO NETTO DELLA GESTIONE FINANZIARIA	2.681	2.178	23,1%
Spese amministrative	(68)	(70)	-3%
<i>di cui spese per il personale</i>	(40)	(43)	-8%
Altri oneri/proventi di gestione	1	2	-31%
RISULTATO DI GESTIONE	2.614	2.110	23,9%
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	9	(4)	-303%
Rettifiche di valore su immobilizzazioni	(6)	(5)	30%
Utili (Perdite) da cessione di investimenti	(0)	0	
UTILE (PERDITA) DELL'OPERATIVITA' CORRENTE AL LORDO DELLE IMPOSTE	2.617	2.100	24,6%
Imposte	(564)	(459)	23%
UTILE D'ESERCIZIO	2.053	1.642	25,0%

L'analisi dell'andamento economico della CDP è stata effettuata sulla base di conti economici riclassificati secondo criteri gestionali, in linea con i prospetti che precedono la presente parte illustrativa della gestione, dove sono evidenziati in maniera specifica i margini, ed in particolare:

(milioni di euro)

DATI ECONOMICI

	31/12/2006	31/12/2005	Variazione (%)
Margine di interesse	1.780	2.035	-12,5%
Margine di intermediazione lordo	2.716	2.180	24,6%
RISULTATO NETTO DELLA GESTIONE FINANZIARIA	2.681	2.178	23,1%
RISULTATO DI GESTIONE	2.614	2.110	23,9%
Utile dell'operatività corrente al lordo delle imposte	2.617	2.100	24,6%
UTILE D'ESERCIZIO	2.053	1.642	25,0%

Non va comunque dimenticato che l'esercizio 2006 è il primo esercizio di CDP S.p.A. in cui vengono applicati i principi contabili internazionali IAS/IFRS: per effetto del cambiamento della normativa contabile, il risultato d'esercizio al 31/12/2005 è superiore per circa 714 milioni di euro, in maniera preponderante a causa del disconoscimento da parte degli IAS dell'accantonamento di natura generica al Fondo rischi bancari generali, effettuato nell'esercizio 2005 per un importo pari a 550 milioni di euro.

I **costi operativi** si compongono delle seguenti voci di dettaglio:

	(migliaia di euro)		(%)	
Costi operativi				
	31/12/2006		31/12/2005	
Spese amministrative:	-68.103	91,4%	-69.907	93,4%
- spese per il personale	-40.095	53,8%	-43.436	58,0%
- altre spese amministrative	-26.897	36,1%	-26.064	34,8%
- imposte indirette e tasse	-1.110	1,5%	-406	0,5%
Rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali	-6.437	8,6%	-4.945	6,6%
Totale costi operativi	-74.540	100,0%	-74.853	100,0%

Le voci *Altre spese amministrative* e *Imposte indirette e tasse* si compongono delle seguenti voci di dettaglio:

	(migliaia di euro)		%	
DETTAGLIO SPESE AMMINISTRATIVE E IMPOSTE INDIRETTE				
	31/12/2006		31/12/2005	
Spese informatiche (Licenze, manutenzione e consulenza)	8.126	29,0%	7.230	27,3%
Spese immobiliari	4.359	15,6%	5.162	19,5%
Immobili in locazione:	53	0,2%	-	0,0%
Immobili di proprietà:	4.306	15,4%	5.162	19,5%
- manutenzione degli immobili di proprietà	2.846	10,2%	3.629	13,7%
- spese per la conduzione dei locali	1.461	5,2%	1.533	5,8%
Utenze	1.645	5,9%	1.139	4,3%
Spese generali	5.744	20,5%	4.153	15,7%
- materiale consumo ed altre spese	716	2,6%	1.019	3,8%
- servizi	5.028	18,0%	3.134	11,8%
Spese rappresentanza e di marketing	382	1,4%	475	1,8%
Spese professionali ed assicurative	5.078	18,1%	6.364	24,0%
Costi professionali e servizi per il personale	1.118	4,0%	968	3,7%
Organi sociali diversi da CdA	446	1,6%	574	2,2%
Imposte indirette e tasse	1.110	4,0%	406	1,5%
Totale spese amministrative e imposte indirette	28.007	100%	26.471	100%

Una voce significativa è quella delle consulenze relativa alle spese professionali ed assicurative, che, oltre ad essere diminuita rispetto al 2005, può essere ritenuta fisiologica per i costi delle nuove operazioni finanziarie gestite dalla CDP, pari a circa 2,1 milioni di euro, relativi al *listing*, al *rating* e ad altre spese connesse ai programmi obbligazionari.

La voce di maggior rilievo, come nel precedente esercizio, ed in ulteriore crescita consistente crescita (+109,7%) è rappresentata dalle spese informatiche: come già evidenziato per il 2005, ciò si spiega con il fatto che CDP è proprietaria di tutti i sistemi informativi e delle procedure e non si avvale, in linea di massima, di servizi in outsourcing.

	(migliaia di euro)		DETAGLIO SPESE INFORMATICHE	
	31/12/2006	31/12/2005		(%)
Manutenzione hardware	868	10,7%	1.282	18,6%
Manutenzione e assistenza software e canoni annuali su licenze e canoni	5.455	67,1%	5.087	74,1%
Servizi di consulenza informatica	1.803	22,2%	860	7,3%
Totale spese informatiche	8.126	100,0%	7.230	100,0%

Si è accresciuta, in particolare, la spesa per la consulenza informatica in conseguenza del supporto necessario ai fini dello sviluppo del progetto Si.Re., che sta investendo la revisione dell'architettura del complesso dei sistemi informativi aziendali della CDP.

13.3 Indicatori di sintesi della gestione

Analogamente ai prospetti di bilancio, anche gli indicatori di sintesi della gestione relativi all'esercizio 2005 sono stati ricalcolati avendo a riferimento i risultati derivanti dall'applicazione dei principi contabili IAS/IFRS. Tali indici differiscono pertanto dai medesimi esposti nel bilancio di esercizio 2005. In taluni casi si è proceduto ad una revisione della modalità di calcolo per effetto di cambiamenti intercorsi nelle corrispondenti voci di bilancio.

In particolare, l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006 è stato caratterizzato da risultati economici in netto progresso in valore assoluto rispetto all'anno precedente, il quale aveva già evidenziato un elevato andamento reddituale. L'utile d'esercizio, pari a 2.053 milioni di euro, è stato tuttavia positivamente influenzato da alcuni ricavi di natura non ricorrente, in particolare riferiti al risultato dell'attività di negoziazione e all'utile da riacquisto di crediti.

(%) o in euro per azione)

INDICI DI REDDITIVITÀ (DATI RICLASSIFICATI)

	2006	2005
Utile d'esercizio / Patrimonio netto iniziale (ROE)	19,4%	20,9%
Utile d'esercizio / Patrimonio netto medio (ROAE)	17,2%	17,8%
Imposte sul reddito/Utile ante imposte (tax rate)	21,6%	21,8%
Utile d'esercizio / Totale attivo medio (ROAA)	1,2%	1,2%
EPS (Euro per azione)	5,86	4,69

In termini relativi la redditività del capitale proprio (ROE) si è attestata al 19,4%, di 1,5 punti percentuali al di sotto del risultato del 2005. L'utile per azione risulta, pertanto, pari a 5,86 euro.

Il carico fiscale medio, pari al 21,6% dell'utile al lordo delle imposte, risulta marginalmente inferiore rispetto all'esercizio precedente in virtù del maggior peso dei ricavi non imponibili o parzialmente imponibili ai fini delle imposte sul reddito (quali i dividendi da partecipazioni).

Il margine di interesse, pari a 1.780 milioni di euro per l'esercizio 2006, evidenzia uno scostamento negativo significativo rispetto al 2005.

(%)

MARGINE D'INTERESSE (DATI RICLASSIFICATI)

	2006	2005
Interessi attivi/ Attività fruttifere medie (escluse partecipazioni)	3,9%	4,1%
Interessi attivi, dividendi e utili da partecipazioni/ Attività fruttifere medie	4,2%	4,3%
Interessi passivi/ Passività onerose medie	2,3%	2,1%
Spread attività fruttifere - passività onerose	1,6%	2,1%
Margine d'interesse / Attività fruttifere medie (escluse partecipazioni)	1,2%	1,7%
Incidenza interessi su crediti verso clientela su interessi attivi totali	60,1%	68,8%

La contrazione del margine di interesse è dovuta, da un lato, alla riduzione del rendimento medio dell'attivo per effetto della progressiva scadenza naturale o della rimodulazione della parte di crediti verso clientela caratterizzata da rendimenti superiori ai livelli di mercato e, dall'altro, all'aumento del costo della raccolta per effetto del rialzo dei tassi di interesse di mercato verificatosi nella parte finale dell'esercizio. Tali effetti combinati hanno determinato una riduzione dello *spread* complessivamente pari a circa 50 punti base.

Nel corso del 2006 si è altresì ridotto il peso degli interessi derivanti da crediti verso clientela per effetto del maggior rilievo delle disponibilità liquide nell'ambito dell'attivo patrimoniale.

Il margine di intermediazione lordo (comprensivo degli utili da partecipazioni) ha raggiunto l'ammontare di 2.716 milioni di euro; analizzando la composizione di detto margine si evidenzia, rispetto al 2005, il peso crescente dei dividendi e degli utili da partecipazione e la riduzione dell'incidenza negativa delle commissioni passive.

(%)

COMPOSIZIONE DEI RICAVI (DATI RICLASSIFICATI)

	2006	2005
Margine di interesse / Margine di intermediazione lordo	65,6%	93,4%
Dividendi e utili da partecipazioni/ Margine di intermediazione lordo	44,9%	43,7%
Commissione passive / Raccolta postale	0,50%	0,55%

Si è, in particolare, ridotta a circa 50 *basis point* l'incidenza delle commissioni passive di gestione riconosciute a Poste Italiane S.p.A. per l'attività di gestione del Risparmio postale misurata sullo stock medio di debito. Anche in base ai principi contabili IAS/IFRS le commissioni di distribuzione maturate sui buoni postali fruttiferi continuano invece ad essere ammortizzate lungo la vita attesa di tali strumenti e sono incluse pertanto nel calcolo del costo ammortizzato.

Il rapporto *cost-to-income* per l'esercizio 2006 è pari a circa 2,8%, in flessione rispetto al 3,4% dell'esercizio precedente. Tale progresso è spiegato dall'aumento dei ricavi in proporzione superiore ai costi.

(in migliaia di euro o %)

EFFICIENZA OPERATIVA (DATI RICLASSIFICATI)

	2006	2005
Crediti verso clientela/Dipendenti	187.897	145.557
Margine di intermediazione lordo/Dipendenti	6.640	5.069
Risultato di gestione/Dipendenti	6.392	4.906
Costi di struttura/Dipendenti	182	174
Spese per il personale/Dipendenti	98	101
Cost/income ratio	2,8%	3,4%
Cost/income ratio (con commissioni passive su raccolta postale)	23,5%	26,2%

L'aumento dei ricavi ha altresì determinato una maggiore leva operativa per effetto di maggiori masse gestite a fronte di un organico che si è ridotto nel corso dell'anno ed il cui costo medio è altresì marginalmente diminuito.

Anche riclassificando le commissioni relative al Risparmio postale tra i costi operativi, il rapporto *cost-to-income* rimane ben al di sotto del 25%, ponendo la CDP a livelli di *best practice* nel mercato di riferimento.

L'ammontare di Risparmio postale raccolto nel 2006 è stato nuovamente superiore alle erogazioni effettuate sul lato attivo, portando ad un ulteriore aumento dello stock di liquidità detenuto dalla CDP, ancorché tale fenomeno abbia assunto proporzioni significativamente più limitate rispetto a quanto avvenuto nel 2005.

(%)

STRUTTURA PATRIMONIALE

	2006	2005
Crediti verso clientela / Totale attivo	42,5%	41,9%
Crediti verso clientela / Debiti verso clientela	94,8%	84,5%
Partecipazioni e azioni/Patrimonio netto finale	1,5x	1,8x
Crediti dubbi lordi/Crediti verso clientela lordi	0,191%	0,103%
Rettifiche nette/Crediti verso clientela netti	0,045%	0,003%

I risultati positivi di conto economico e la politica di rafforzamento patrimoniale messa in atto sin dalla trasformazione in società per azioni continuano a ridurre il peso del portafoglio azionario in relazione al patrimonio netto della società.

Il portafoglio finanziamenti della CDP continua ad essere caratterizzato da sofferenze o altri crediti dubbi pressoché nulli, ancorché in termini relativi le rettifiche su crediti che si sono rese necessarie nel corso del 2006 evidenzino un certo deterioramento della qualità creditizia delle controparti appartenenti al settore pubblico, per ora tuttavia limitato ad alcuni specifici casi.

14.Considerazioni conclusive e di sintesi

L'esame della gestione finanziaria di CDP nei primi tre anni dopo la sua trasformazione in s.p.a. evidenzia chiaramente sia i punti di forza che i punti di debolezza della Società.

Tra i punti di forza vanno sicuramente sottolineati la significativa redditività e l'elevata efficienza aziendale, a sua volta evidenziata da un'organizzazione tanto razionale e snella (solo 400 addetti), quanto fortemente professionalizzata. CDP dimostra 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 destinarlo, sia al finanziamento delle opere infrastrutturali destinate alla fornitura dei servizi pubblici a carattere locale, sia a 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 si riconnettono anche i principali punti di debolezza. Nel 2006, infatti, su un totale di 5.642 milioni di interessi attivi e proventi assimilati, quelli diversi dagli interessi attivi su crediti verso la clientela sono ammontati a ben 2.249 milioni e sono puramente e semplicemente riconducibili alla remunerazione del conto corrente fruttifero aperto presso la Tesoreria Centrale dello Stato sul quale vengono versate le disponibilità liquide di CDP. Si tratta di un impiego della raccolta che non è ovviamente improntato all'assunzione di alcun rischio imprenditoriale e che fa in parte perdere di significato ai pur positivi risultati economici, con un utile di esercizio intorno al 20% del patrimonio netto iniziale ed al 17,5% del patrimonio netto medio. Ma è anche un impiego della raccolta che evidenzia il persistente ruolo di finanziatore ombra del Tesoro cui CDP è costretta. Una conferma di tale ruolo può essere sostanzialmente individuata anche nell'emissione dei *covered bond*.

Tenuto conto, peraltro, del ruolo di crocevia di tutte le più importanti partite di finanza pubblica e di politica industriale che la Cassa ha svolto ed è destinata a svolgere anche per il futuro - nel contesto dell'analisi, per quanto possibile attenta della gestione - la presente relazione ha dovuto anche prestare particolare attenzione, sia ai profili che sono stati, o sono tuttora, oggetto di valutazioni

controverse, sia alle questioni di prospettiva tuttora aperte. Volendo schematizzare, per quanto riguarda i primi, sono da ricordare:

- la dismissione della partecipazione in ENEL s.p.a. entro il 30 giugno 2009;
- la non ancora formalizzata classificazione della Cassa come *market entity* da parte di Eurostat;
- i problemi ed i limiti connessi alla gestione delle partecipazioni trasferite dallo Stato;

Delle questioni di prospettiva tuttora aperte, sempre schematicamente, vanno sottolineate:

- la persistente scarsa chiarezza sulla natura giuridica e sulla missione imprenditoriale di CDP (ente creditizio, superholding di partecipazioni pubbliche, catalizzatore della politica delle infrastrutture);
- l'effettività ed i 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.

Con riguardo ai problemi ancora aperti, non vi è dubbio che, per le implicazioni finanziarie che comporta, la cessione della partecipazione del 10,2% di ENEL s.p.a. coinvolga in primo luogo la responsabilità decisionale del Governo. Evidente è poi l'importanza che sia completata la procedura di esclusione di CDP dal calcolo dei conti della PA - operata dall'ISTAT, ma non ancora formalizzata in sede EUROSTAT - circostanza che comunque indirettamente qualifica la Cassa come intermediario finanziario, e quindi come *market entity*. Qualificazione, questa, che, peraltro, è stata già da tempo riconosciuta ad organismi similari, qual è il caso sia della tedesca *KFW*, sia della francese *Caisse des Dépôts*, anche qui con il loro conseguente assoggettamento al regime della riserva obbligatoria.

Aperta, come si è visto, resta anche la questione della definizione delle istruzioni di vigilanza da parte della Banca d'Italia, che dovranno necessariamente affrontare il problema del trattamento delle partecipazioni attribuite dal Tesoro a CDP nel contesto delle operazioni di privatizzazione (ENI, ENEL, Poste Italiane) e di quelle che sono state direttamente acquisite (STM, Terna) o che potranno esserlo nel futuro (come è stato di volta in volta ipotizzato anche per la rete fissa di TELECOM

Italia e per Autostrade SpA). Come si è già visto nel precedente paragrafo 1.2, la questione sarebbe superata ove le partecipazioni trasferite dal Tesoro venissero tenute fuori dal calcolo delle istruzioni di vigilanza, in ragione del fatto che CDP svolge in proposito un ruolo di "super holding passiva". Ciò in quanto, in termini di rapporto partecipazioni/patrimonio di vigilanza, al 31 dicembre 2006 risultavano rispettati il parametro per il totale grandi rischi (29,5 %, a fronte della soglia massima del 60%) e quello della posizione individuale per Terna (pari a 13,7%, a fronte della soglia del 15%), mentre solo di poco sopra soglia risultava quello della posizione individuale per STM (15,8%).

Con riguardo alle prospettive, oltre a continuare a svolgere la tradizionale, e tuttora preponderante, funzione di finanziamento a medio termine agli enti locali, che la Cassa assolve attingendo al risparmio postale (*gestione separata*), sono da valorizzare le partecipazioni che CDP detiene o può acquisire, direttamente o tramite fondi di investimento specializzati – chiusi od aperti – a seconda dell'opportunità. Dopo l'incorporazione di Infrastrutture SpA, CDP ha 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, anche qui promuovendo, fra l'altro, appositi fondi chiusi di investimento. Si tratta, 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 andrebbero soddisfatte.

Parimenti cresciuta è l'attesa che CDP possa assumere un ruolo più attivo per supplire, sia alle limitate capacità progettuali e gestionali degli enti territoriali in materia di infrastrutture, sia alle carenze manifestate dagli stessi enti per ciò che attiene alla capacità di pianificare e gestire operazioni finanziarie innovative complesse (cartolarizzazioni, derivati, ecc.) senza incorrere, per il tipo di contratti sottoscritti, in forti rischi di perdite crescenti nel medio-lungo termine.

Appare, così, del tutto evidente che la missione della nuova CDP s.p.a. non è stata ancora chiaramente definita. E ciò comporta gli evidenti rischi che sono inevitabilmente associati ad un modello ibrido di impresa pubblica in incerta ed indeterminata concorrenza con i privati sui mercati finanziari. Rischi anzitutto di distorsioni della concorrenza, quasi sempre associate agli assetti ibridi dei vari organismi finanziari atipici peraltro presenti in più paesi europei e che il più delle volte sono afflitti dai vizi

dell'ingerenza politica e/o dell'autoreferenzialità manageriale. Ma ancora più elevati sono i rischi di frustrazione delle attese, di cui si è appena detto, di un massiccio ed efficace impegno di CDP sul fronte delle grandi infrastrutture e del supporto tecnico-progettuale all'attività di investimento degli enti territoriali.

E' quindi indispensabile esaminare le condizioni di compatibilità, coerenza e sostenibilità dell'attuale modello multi-funzionale. Così come va valutato il progresso effettivamente compiuto da CDP nell'evoluzione verso il modello dell'*investment bank*, del tutto nuovo rispetto alla sua lunghissima esperienza (150 anni) di entità amministrativa non orientata all'assunzione di rischi imprenditoriali.

Un altro rischio, ben evidenziato dalle vicende legate all'acquisizione del pacchetto azionario STM e paventato anche dalla Commissione Parlamentare di Vigilanza, è quello che CDP possa essere indotta a proporsi come succedaneo del soppresso Ministero delle Partecipazioni Statali nella gestione di partecipazioni azionarie di gruppi industriali, con pesanti riflessi, sia in termini di surrettizio ritorno a modelli superati di presenza dello Stato nell'economia, sia di venir meno alla missione propria di promotore di infrastrutture e sia, infine, di distorto e problematico uso del risparmio postale.

L'acquisizione del pacchetto azionario del gestore della rete elettrica (TERNA) in presenza di una contestuale significativa partecipazione nel maggiore operatore nazionale attivo nella fase di generazione, distribuzione e vendita dell'energia (ENEL), infatti, evidenzia le difficoltà di una gestione strategica delle partecipazioni da parte di CDP in presenza di pesanti condizionamenti dell'azionista di maggioranza finalizzati a conseguire obiettivi di politica di bilancio e di politica industriale che prescindono da considerazioni, non solo di interesse aziendale della Cassa, ma anche di mera agibilità delle scelte imposte in termini di loro compatibilità con i parametri nazionali ed europei di tutela della concorrenza.

Un altro esempio di deviazione dalla *mission* societaria - questa volta al di fuori della gestione delle partecipazioni, ma anch'essa indotta dai condizionamenti esercitati dall'azionista pubblico di maggioranza nel perseguimento di obiettivi a brevissimo termine di politica di bilancio - è costituita dal finanziamento per circa 2 miliardi accordato a fine 2004, nell'ambito della gestione separata, al Fondo

Immobili Pubblici F1 per l'acquisizione di immobili strumentali dello Stato e degli Enti di previdenza, di cui si è detto al precedente paragrafo 5.1.1.

Un antidoto efficace alle spinte a deviare dall'oggetto sociale potrebbe essere rappresentato, oltre che da un'attenta riconsiderazione del ruolo di CDP da parte dell'azionista pubblico di maggioranza, anche dall'effettiva volontà e capacità delle Fondazioni di continuare ad assicurare un'attiva e riqualficata presenza nella Società, convertendo in ordinarie le azioni privilegiate, senza ulteriori indugi. E' questo il modo, da un lato, per superare la problematicità dell'attuale classificazione delle azioni privilegiate come capitale, invece che - in linea con il principio contabile internazionale IAS/IFRS 32 - come passività finanziaria, e, dall'altra, per marcare un effettivo e prioritario impegno per la tutela del valore per gli azionisti mediante il perseguimento di finalità d'impresa rispetto al rischio del prevalere di indeterminate, non trasparenti e spesso malintese o solo asserite finalità pubblicistiche.

Non è ancora chiaro, infatti, se, al di là dell'immediato beneficio finanziario ricavatone per lo Stato, la presenza delle Fondazioni nel capitale di CDP sia davvero servita ad accelerare il processo di trasformazione della Cassa da pubblica amministrazione in operatore a pieno titolo dei mercati finanziari. Sulla base dei risultati complessivamente conseguiti nel triennio, si può ritenere che tale presenza abbia sicuramente contribuito ad una gestione orientata, come si è visto, ad un efficace controllo dei costi. Si può parimenti ritenere che la presenza delle Fondazioni abbia anche spinto per una gestione fortemente orientata alla massimizzazione del risultato d'esercizio solo nel brevissimo termine. In ragione, probabilmente, del limitato orizzonte temporale di presenza che si erano prefissato (2009), non sembra, invece, che le Fondazioni si siano realmente impegnate per la definizione e l'attuazione di una convinta politica aziendale innovativa di medio-lungo periodo, proiettata anche sui mercati internazionali.

