La Circolare Banca d'Italia 262/2005 prevede infine che vi siano quattro prospetti di bilancio obbligatori: oltre allo stato patrimoniale e al conto economico, il prospetto delle variazioni del patrimonio netto e il rendiconto finanziario.

B. ADOZIONE DELLA NUOVA CLASSIFICAZIONE DI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ

Il Principio IAS 39 prevede che tutte le attività finanziarie vengano classificate in uno dei seguenti "portafogli":

- attività finanziarie al *fair value* rilevato a conto economico;
- investimenti posseduti fino a scadenza;
- finanziamenti e crediti;
- attività finanziarie disponibili per la vendita.

Per le passività finanziarie è necessario in primo luogo distinguere tra strumenti rappresentativi di capitale (inclusi nel patrimonio netto) e passività.

La rilevazione iniziale delle attività e passività finanziarie deve essere pari al suo *fair value* che, in condizioni normali, è pari al prezzo pagato in una transazione finanziaria (ad es. il prezzo pagato per acquistare un'obbligazione o l'ammontare concesso/erogato di un prestito). Il *fair value* iniziale deve includere, ad eccezione del portafoglio di attività finanziarie al *fair value* rilevato a conto economico, eventuali costi di transazione connessi all'attività/passività, ovvero i costi marginali direttamente attribuibili all'acquisizione, all'emissione o alla dismissione di un'attività o passività finanziaria (quali ad esempio onorari, commissioni, tasse, ecc.).

La rilevazione periodica successiva delle attività finanziarie a stato patrimoniale e conto economico è diversa per ciascuno dei portafogli in precedenza indicati:

- le attività finanziarie al *fair value* rilevato a conto economico sono iscritte a stato patrimoniale sempre al *fair value* alla data di valutazione; a conto economico confluisce la differenza tra ciascuna nuova valutazione al *fair value* e la precedente;
- gli investimenti posseduti fino a scadenza e i finanziamenti e crediti sono rilevati con il metodo del costo ammortizzato sia a stato patrimoniale che a conto economico;
- le attività finanziarie disponibili per la vendita sono rilevate a conto economico con il metodo del costo ammortizzato; tuttavia per tali attività finanziarie la rilevazione del *fair value* transita in bilancio attraverso un'apposita riserva patrimoniale ma non ha impatto sul conto economico.

Le passività finanziarie sono rilevate con il metodo del costo ammortizzato sia a stato patrimoniale che a conto economico ad eccezione delle passività finanziarie al *fair value* rilevato a conto economico, per le quali si applica quanto detto con riferimento all'analoga classe di attività finanziarie.

L'applicazione del metodo del costo ammortizzato e l'attribuzione delle attività e passività della CDP ai portafogli sopra esposti è approfondita nei paragrafi seguenti.

C. ADOZIONE DEL COSTO AMMORTIZZATO PER PRESTITI E BUONI FRUTTIFERI POSTALI

Il costo ammortizzato di un'attività o passività finanziaria, così come definito nel Principio IAS 39, è il valore di rilevazione iniziale di tale attività/passività al netto dei rimborsi nel frattempo intercorsi, aumentato o diminuito dell'ammortamento complessivo, calcolato utilizzando il tasso di interesse effettivo, della differenza tra valore iniziale e flussi finanziari alle varie scadenze. Il tasso di interesse effettivo è il tasso interno di rendimento dell'attività/passività in oggetto, tenendo conto dei costi di transazione.

Per un'attività/passività finanziaria plain vanilla, come ad esempio un prestito a tasso fisso con piano di ammortamento "alla francese", senza commissioni o derivati impliciti, il tasso di interesse effettivo è per definizione pari al tasso contrattuale di tale operazione.

Il tasso di interesse effettivo può invece divergere dal tasso contrattuale in presenza di commissioni *up-front* assimilabili a costi di transazione o di attività/passività strutturate, dato che il tasso interno di rendimento di tali operazioni tiene ad esempio conto dell'"ammortamento" finanziario di tali commissioni durante la vita attesa dello strumento.

L'adozione del costo ammortizzato è particolarmente rilevante per alcuni prestiti concessi dalla CDP nell'ambito della Gestione Separata e per i buoni fruttiferi postali. Per tutte le altre attività e passività finanziarie l'applicazione del costo ammortizzato non evidenzia rilevazioni di stato patrimoniale e conto economico materialmente diverse rispetto alle precedenti rilevazioni effettuate in base ai Principi Italiani.

I prestiti, significativamente impattati dall'applicazione del costo ammortizzato, sono in particolare quelli interessati dalle operazioni di *total return swap*, completate prima della trasformazione della CDP in società per azioni, mediante le quali si è ceduto prosoluto l'*excess spread* di tasso di interesse. Gli stessi prestiti sono stati successivamente oggetto della rinegoziazione dei prestiti con oneri di ammortamento, integralmente o parzialmente, a carico dello Stato, ai sensi dell'articolo 1, commi da 71 a 74, della legge 30 dicembre 2004, n. 311 e dell'articolo 2 del decreto legge 5 dicembre 2005, n. 250, completata a dicembre 2005. La struttura cedolare di tali prestiti ha pertanto un andamento non-uniforme: fino al 2015 gli interessi netti ricevuti dalla CDP sono pari agli interessi pagati dai rispettivi clienti al netto della quota ceduta; successivamente al 2015 la CDP riceve integralmente gli interessi previsti dal piano di ammortamento di ciascun prestito. Tale peculiare andamento degli interessi comporta che il tasso di interesse effettivo del portafoglio prestiti in oggetto sia diverso dal tasso contrattuale. Avendo la citata rinegoziazione effetto a partire dal 1 gennaio 2006 non si hanno effetti contabili significativi in sede di prima applicazione del costo ammortizzato sui prestiti rinegoziati, mentre si ha un effetto significativo a partire dal 2006.

Per ciò che concerne i buoni fruttiferi postali è necessario in primo luogo richiamare brevemente la modalità di contabilizzazione degli stessi utilizzata in base ai Principi Italiani. I buoni fruttiferi sono titoli di tipo zero-coupon (gli interessi maturati sono

liquidati con l'effettivo rimborso del capitale), con una struttura cedolare di tipo step-up (il tasso di interesse è crescente in base al periodo di detenzione del buono), con rimborso di capitale e interessi in un'unica soluzione alla scadenza, fatta salva la facoltà di richiedere il rimborso anticipato in qualsiasi momento anche prima della scadenza contrattuale del buono, ottenendo il capitale sottoscritto e gli interessi maturati in base al periodo di detenzione. In ossequio al principio di prudenza il montante di stato patrimoniale dei buoni fruttiferi e il corrispondente rateo di conto economico è stato determinato fino ad oggi avendo a riferimento il tasso interno a scadenza di ciascuna serie di buoni fruttiferi (ovvero il rendimento massimo che il risparmiatore otterrebbe nel caso di detenzione del buono stesso fino alla scadenza contrattuale). Eventuali variazioni positive per la CDP date dalla differenza tra interessi accantonati e rimborsati ai risparmiatori in caso di rimborso anticipato venivano contabilizzate come rettifiche di interessi passivi.

Per quanto riguarda le commissioni corrisposte a Poste italiane S.p.A. per l'attività di collocamento e gestione del Risparmio postale i Principi Italiani prevedevano il seguente trattamento: (i) le commissioni di gestione (commisurate ad un capitale medio calcolato per i buoni fruttiferi e i libretti) erano rilevate tra le commissioni passive avendo una sostanziale coincidenza tra commissioni rilevate per competenza e commissioni pagate;

(ii) le commissioni di distribuzione (commisurate all'ammontare di sottoscrizioni lorde dei buoni fruttiferi, con alcuni fattori correttivi legati alla raccolta netta), ancorché corrisposte sostanzialmente up-front a Poste italiane S.p.A. erano oggetto di risconto nell'anno di sottoscrizione del buono in oggetto e ammortizzate (nell'ambito della voce interessi passivi) sulla vita utile dello stesso; in presenza di rimborsi anticipati di buoni fruttiferi la parte ancora da ammortizzare della commissione di distribuzione veniva interamente spesata a conto economico nell'esercizio in cui avveniva il rimborso.

I Principi IAS/IFRS prevedono innanzitutto l'adozione del costo ammortizzato per i buoni fruttiferi. In particolare il Principio IAS 39 prevede che il tasso di interesse effettivo utilizzato per il calcolo del costo ammortizzato sia pari al tasso interno di rendimento derivante dai flussi finanziari stimati (e non contrattuali) lungo la vita attesa (e non contrattuale) dello strumento. Come noto, in virtù della citata opzione di rimborso anticipato, la vita attesa dei buoni fruttiferi è inferiore alla vita contrattuale degli stessi: ciò comporta che il tasso di interesse effettivo risultante dall'applicazione del costo ammortizzato sia inferiore rispetto al tasso interno di rendimento a scadenza utilizzato in osservanza dei Principi Italiani. A tale proposito la CDP ha elaborato un modello statistico di previsione dei rimborsi anticipati dei buoni fruttiferi, basato sulle serie storiche di rimborsi che viene utilizzato ai fini del pricing delle nuove emissioni; il modello di previsione utilizzato in fase di emissione viene impiegato anche per determinare inizialmente il "piano di ammortamento" stimato di ciascuna serie di buoni fruttiferi. Dai flussi di rientro così stimati è ricavato il tasso di interesse effettivo e conseguentemente il costo ammortizzato rilevato sullo stato patrimoniale. Gli sco-

stamenti tra rimborsi anticipati effettivi e stimati determineranno una riprevisione del piano di ammortamento residuo: in tale fattispecie i Principi IAS/IFRS prevedono che il costo ammortizzato dello strumento oggetto di valutazione sia determinato come valore attuale dei nuovi flussi futuri stimati utilizzando come tassi di attualizzazione il tasso di interesse effettivo calcolato all'emissione di ciascuna serie di buoni fruttiferi e tenuto invariato.

A ciò si aggiunge la necessità di rilevare le commissioni di distribuzione come costi di transazione; tali commissioni sono quindi considerate nell'ambito dei flussi finanziari dei buoni fruttiferi ai fini della determinazione del tasso di interesse effettivo e non più ammortizzate in quote costanti annue.

Per ciò che concerne le commissioni di gestione non vi sono variazioni rispetto al trattamento previsto dai Principi Italiani.

L'adozione del costo ammortizzato per i buoni fruttiferi in base alla metodologia esposta ha i seguenti impatti in sede di FTA:

- stato patrimoniale apertura 2005: secondo i Principi Italiani lo stock di buoni al 31 dicembre 2004 era pari a 39.303 €/milioni (al netto della commissione di collocamento riscontata); il valore di FTA al 1 gennaio 2005 risulta pari a 39.092 €/milioni, con un impatto pari a 211 €/milioni ad incremento di riserve di patrimonio netto;
- stato patrimoniale fine 2005: secondo i Principi Italiani lo stock di buoni al 31 dicembre 2005 era pari a 57.248 €/milioni (al netto della commissione di collocamento riscontata); il valore di FTA al 31 dicembre 2005 risulta pari a 56.871 (comprensivo di 69 €/milioni di opzioni implicite scorporate) con un impatto netto di 377 €/milioni di stock ad incremento di riserve di patrimonio netto;
- conto economico 2005: secondo i Principi Italiani gli interessi passivi sui buoni (comprensivi della quota di ammortamento della commissione di distribuzione) erano pari a 2.002 €/milioni; secondo i nuovi principi contabili gli interessi passivi risultano pari a 1.835 €/milioni con un impatto positivo netto pari a 167 €/milioni.

D. CLASSIFICAZIONE DEGLI STRUMENTI DERIVATI

Tra le principali novità introdotte dai Principi IAS/IFRS rientra la rilevazione a stato patrimoniale del *fair value* di tutti gli strumenti derivati. Per gli strumenti derivati posti a copertura di altre attività o passività finanziarie la valutazione al *fair value* del derivato è accompagnata da una corrispondente rilevazione al *fair value* dello strumento coperto: in presenza di una copertura efficace l'impatto netto su stato patrimoniale e conto economico dovrebbe tendere ad essere nullo in quanto le variazioni di *fair value* dei due strumenti dovrebbero avere uguale importo ma segno opposto (c.d. *hedge accounting*).

La CDP ha posto in essere, nel corso del 2004, alcune operazioni di copertura (tramite *interest rate swap*) del rischio di tasso di interesse di una parte del portafoglio pre-

stiti con oneri a carico dello Stato. Per effetto della già citata operazione di rinegoziazione di tali prestiti completata a dicembre 2005, si è resa necessaria una ristrutturazione delle operazioni di copertura esistenti tramite la chiusura dei contratti in essere e l'apertura di nuovi *interest rate swap* con un profilo coerente al nuovo piano di ammortamento dei prestiti oggetto di copertura. In base ai Principi IAS/IFRS gli strumenti derivati in oggetto non hanno pertanto, a partire dal 1 gennaio 2006 (data di efficacia della rinegoziazione) e fino alla data di ristrutturazione degli stessi, i requisiti per essere classificati come operazioni di copertura; in sede di FTA gli stessi principi offrono tuttavia la possibilità di considerare retroattivamente come strumenti derivati di negoziazione (e pertanto non di copertura) le operazioni che non soddisfano i requisiti di qualificazione come coperture.

In base a quanto sopra esposto, la CDP rileva gli originari *interest rate swap* come strumenti derivati di negoziazione mentre gli stessi sono inquadrati come operazioni di copertura dopo la loro ristrutturazione. Il *fair value* degli *interest rate swap* di negoziazione è pertanto incluso nello stato patrimoniale tra le "Attività (o passività) finanziarie detenute per la negoziazione" (a seconda del segno) mentre le variazioni del fair value stesso transitano a conto economico nella voce "Risultato dell'attività di negoziazione".

Gli interest rate swap di copertura sono invece soggetti a rilevazione in base alla descritta procedura di hedge accounting.

Per quanto riguarda gli altri strumenti derivati detenuti dalla CDP è possibile definire la seguente classificazione:

- gli *interest rate swap* relativi a talune serie di buoni fruttiferi ordinari sono qualificabili come operazioni di copertura e possono essere pertanto rilevati con la procedura di *hedge accounting*;
- gli *interest rate swap* relativi alle emissioni obbligazionarie (covered bond e EMTN) e ai titoli obbligazionari sottoscritti sono qualificabili come operazioni di copertura e possono essere pertanto rilevati con la procedura di *hedge accounting*;
- le opzioni sull'indice azionario Euro Stoxx 50 sono qualificabili come strumenti derivati detenuti per la negoziazione. Tale opzioni sono acquisite a copertura della corrispondente opzione offerta ai sottoscrittori dei buoni fruttiferi indicizzati a scadenza, il cui rendimento finale è appunto indicizzato all'andamento dell'indice Euro Stoxx 50. Ancorché non sia possibile designare una relazione di copertura nei termini previsti dai Principi IAS/IFRS è necessario precisare quanto segue:
  - i buoni fruttiferi indicizzati a scadenza sono configurabili, come previsto dal Principio IAS 39, come strumenti "ibridi" in quanto comprendono un titolo di debito e un derivato implicito, costituito dall'opzione legata all'andamento dell'indice Euro Stoxx 50. In tali fattispecie il Principio IAS 39 prevede che il derivato implicito venga scorporato dallo strumento ibrido e venga autono-

mamente rilevato alla stregua degli altri strumenti derivati espliciti (ovvero al *fair value*);

- l'opzione "venduta" al risparmiatore nell'ambito dei buoni fruttiferi indicizzati è pertanto coperta dalla CDP mediante l'acquisto sul mercato di un opzione assimilabile. Seppur non si tratti propriamente di *hedge accounting* è possibile sostenere che le variazioni di *fair value* dei due strumenti in oggetto siano di ammontare uguale e di segno opposto, immunizzando di fatto la società dal rischio associato a tali opzioni.

La nuova classificazione degli strumenti derivati ha i seguenti impatti in sede di FTA:

- stato patrimoniale apertura 2005: il valore di FTA al 1 gennaio 2005 delle passività finanziarie di negoziazione, corrispondente al *fair value* dei derivati non designati come operazioni di copertura, risulta pari a 340 €/milioni; tali derivati non erano rilevati nello stato patrimoniale secondi i Principi Italiani e pertanto l'importo va a riduzione di riserve di patrimonio netto;
- stato patrimoniale fine 2005: il valore al 31 dicembre 2005 delle passività finanziarie di negoziazione, corrispondente al fair value dei derivati non designati come operazioni di copertura, risulta pari a 280 €/milioni; tali derivati non erano rilevati nello stato patrimoniale secondi i Principi Italiani e pertanto l'importo va a riduzione di riserve di patrimonio netto;
- conto economico 2005: secondo i Principi Italiani la variazione di *fair value* dei derivati non designati come operazioni di copertura non era rilevata a conto economico; secondo i Principi IAS/IFRS la variazione positiva di fair value di tali derivati, pari a 60 €/milioni è rilevata come ricavo a conto economico.

E. CLASSIFICAZIONE DI PARTECIPAZIONI E TITOLI

In base ai Principi Italiani la CDP ha classificato tutte le partecipazioni azionarie detenute nella voce "Partecipazioni" dello stato patrimoniale, in quanto per ciascuna di essere ricorrevano i presupposti richiamati dal D.Lgs. 87/1992 (situazione di legame durevole e titolarità di almeno il 10% dei diritti di voto nelle assemblee dei soci). Si rammenta che il portafoglio partecipazioni della CDP era interamente rilevato al costo di acquisto e che a conto economico transitavano i dividendi percepiti dalle partecipate.

I Principi IAS 27 e IAS 28 prevedono che le interessenze in altre società debbano essere classificate come di controllo o collegamento qualora ne sussistano i relativi presupposti. Le interessenze che non configurano tali fattispecie devono essere rilevate nell'ambito di uno dei portafogli previsti per le altre attività finanziarie (al *fair value* o disponibili per la vendita), come in precedenza esposti. In particolare, per controllo si intende il potere di governare le politiche finanziarie ed operative di un'impresa, mentre per collegamento si intende il potere di esercitare un'influenza significativa sulle decisioni strategiche di un'impresa in campo finanziario ed operativo. Si presume

l'esistenza di controllo allorquando si detiene la maggioranza dei diritti di voto, mentre si presuppone il collegamento se si è titolari di almeno il 20% dei diritti di voto nelle assemblee dei soci.

Le società controllate sono oggetto di consolidamento mediante il metodo integrale (c.d. consolidamento linea per linea), invece le società collegate sono contabilizzate con il metodo del patrimonio netto. Tale metodo prevede che la partecipazione venga rilevata inizialmente al costo di acquisto e che le successive valutazioni tengano conto delle variazioni (in aumento o diminuzione) del patrimonio netto delle partecipate per la quota parte di competenza. In condizioni normali, ciò porta ad incrementare il valore della partecipazione per la quota parte di utile di esercizio di competenza del periodo, al netto dei dividendi percepiti dalla partecipata. La differenza tra ciascuna valutazione e la precedente transita a conto economico nella voce "Utile (perdite) delle partecipazioni". I dividendi percepiti pertanto non transitano dal conto economico come ricavi ma vengono portati in deduzione del valore della partecipazione (in quanto si configurano come riduzioni del patrimonio netto della società partecipata).

Per quanto riguarda l'attuale portafoglio partecipazioni della CDP è possibile, in base ai criteri esposti, effettuare la seguente classificazione (tra parentesi la quota di partecipazione al capitale sociale di ciascuna società):

- le interessenze in Europrogetti & Finanza S.p.A. (31,8%), Poste italiane S.p.A. (35,0%), Sinloc S.p.A. (11,85%), STMicroelectronics Holding N.V. (30,0%), Terna S.p.A. (29,9%), Tunnel di Genova S.p.A. (33,3%) possono essere classificate come partecipazioni in società collegate, in quanto la CDP detiene più del 20% dei diritti di voto, e conseguentemente essere contabilizzate con il metodo del patrimonio netto;
- le interessenze in ENEL S.p.A. (10,2%) e ENI S.p.A. (10,0%) non configurano un rapporto di controllo o collegamento e in ogni caso in tali fattispecie la CDP detiene meno del 20% dei diritti di voto. Tali interessenze devono pertanto essere rilevate in una delle classi di attività finanziarie di negoziazione (valutate al *fair value* a conto economico) o disponibili per la vendita. Tale ultima categoria è ritenuta più appropriata in quanto configura una categoria residuale intermedia tra, da un lato, le partecipazioni di controllo e collegamento e, dall'altro, i titoli azionari detenuti al solo scopo di trading. Si precisa che la denominazione "disponibili per la vendita" non identifica un'effettiva intenzione o necessità da parte della CDP di dismettere i relativi titoli nel breve periodo. Le interessenze incluse in tale portafoglio sono valutate al *fair value* nello stato patrimoniale; tuttavia le variazioni di *fair value* non transitano a conto economico ma sono rilevate in un'apposita riserva di patrimonio netto non distribuibile. I dividendi percepiti a conto economico continuano invece ad essere rilevati come ricavi. Si segnala che l'interessenza detenuta da lla CDP nel capitale dell'Istituto di Credito Sportivo (trattasi di ente di diritto pubblico e non di società) è altresì inclusa tra le attività disponibili per

la vendita.

La classificazione delle partecipazioni in base ai criteri esposti ha i seguenti impatti in sede di FTA:

- stato patrimoniale apertura 2005: secondo i Principi Italiani il valore delle partecipazioni al 31 dicembre 2004 era pari a 12.458 €/milioni; il valore di FTA al 1 gennaio 2005 risulta pari a 4.006 €/milioni alla voce Partecipazioni e pari a 11.912 €/milioni alla voce Attività finanziarie disponibili per la vendita, evidenziando un impatto pari a 3.460 €/milioni ad incremento di riserve di patrimonio netto;
- stato patrimoniale fine 2005: secondo i Principi Italiani il valore delle partecipazioni al 31 dicembre 2005 era pari a 13.747 €/milioni; il valore di FTA al 31 dicembre 2005 risulta pari a 5.271 €/milioni alla voce Partecipazioni e pari a 13.541 €/milioni alla voce Attività finanziarie disponibili per la vendita, evidenziando un impatto netto pari a 5.065 €/milioni ad incremento di riserve di patrimonio netto;
- conto economico 2005: in base ai Principi Italiani erano stati contabilizzati dividendi per 926 €/milioni; secondo i nuovi principi contabili i dividendi contabilizzati come ricavi sono pari a 886 €/milioni, mentre viene rilevato un utile da partecipazioni pari a 65 €/milioni, evidenziando un impatto netto pari a + 24 €/milioni.

Per quanto riguarda i titoli obbligazionari detenuti da lla CDP è altresì necessario effettuare l'inquadramento in uno dei portafogli previsti dal Principio IAS 39. In particolare i titoli possono essere classificati come al *fair value* rilevato a conto economico, come disponibili per la vendita, come finanziamenti e crediti o come investimenti detenuti fino alla scadenza. Questi due ultimi portafogli sono da considerarsi come alternativi: i titoli negoziati in un mercato regolamentato attivo per cui la società manifesta la volontà di detenzione fino a scadenza possono essere classificati come investimenti detenuti fino alla scadenza; in mancanza di negoziazioni in un mercato regolamentato attivo la classificazione possibile è nell'ambito del portafoglio finanziamenti e crediti. A tale proposito la classificazione effettuata è la seguente:

- i titoli obbligazionari acquisiti o sottoscritti dalla CDP nell'ambito dell'attività della *business unit* Finanziamenti Pubblici sono da considerarsi come integrativi o complementari alla tradizionale attività di concessione di prestiti svolta da tale unità. Per questi motivi l'intenzione della società è di detenere i relativi titoli fino alla scadenza; ad oggi la CDP detiene, nel citato ambito di attività, titoli obbligazionari non negoziati in mercati regolamentati attivi e pertanto i titoli in oggetto possono essere inclusi nel portafoglio finanziamenti e crediti;
- i titoli obbligazionari acquisiti o sottoscritti dalla CDP nell'ambito delle strategie di investimento alternativo della liquidità della società al di fuori dei conti correnti di Tesoreria, perseguite in ossequio delle relative delibere del Consiglio di amministrazione, costituiscono impieghi di disponibilità liquide di breve termine.

Per tali titoli appare pertanto opportuna la classificazione nel portafoglio attività disponibili per la vendita.

Le modalità di rilevazione successiva delle citate classi di titoli obbligazionari sono quelle indicate con riferimento alle generiche categorie di attività finanziarie corrispondenti (costo ammortizzato per finanziamenti e crediti; *fair value* tramite riserva patrimoniale per attività finanziarie disponibili per la vendita e rilevazione del costo ammortizzato a conto economico).

La classificazione delle partecipazioni e titoli in base ai criteri esposti ha i seguenti impatti in sede di FTA:

- stato patrimoniale apertura 2005: secondo i Principi Italiani il valore delle obbligazioni al 31 dicembre 2004 era pari a 2.041 €/milioni, comprensivo dei ratei; i Principi IAS/IFRS prevedono la riclassificazione di tali titoli nella voce Attività finanziarie disponibili per la vendita senza impatti rilevanti sulle riserve.
- stato patrimoniale fine 2005: secondo i Principi Italiani il valore delle obbligazioni al 31 dicembre 2005 era pari a 1.382 €/milioni comprensivi dei ratei; secondo i Principi IAS/IFRS i titoli sottoscritti nell'ambito dell'attività della *business unit* Finanziamenti Pubblici (per un importo pari a 364 €/milioni) confluiscono tra i Crediti verso clientela, mentre nella voce Attività finanziarie disponibili per la vendita confluiscono i titoli acquisiti o sottoscritti nell'ambito della strategia di investimento alternativo delle disponibilità liquide (per un importo pari a 1.028 €/milioni);
- conto economico 2005: in base ai Principi Italiani erano stati contabilizzati interessi attivi su titoli per 41 €/milioni e perdite da operazioni finanziarie per -5 €/milioni; secondo i nuovi principi contabili gli interessi attivi su titoli confluiti tra i Crediti verso clientela sono pari a 5 €/milioni, mentre gli interessi attivi su titoli confluiti ad Attività finanziarie disponibili per la vendita sono pari a 32 €/milioni.

F. NUOVA MODALITÀ DI CONTABILIZZAZIONE PER I CREDITI VERSO CLIENTELA

Il Principio IAS 39 prevede che un'attività finanziaria debba essere rilevata nello stato patrimoniale allorquando l'entità interessata diviene controparte delle clausole contrattuali dello strumento in oggetto.

I mutui presenti nel portafoglio della Gestione Separata della CDP, derivano in larga parte da finanziamenti concessi in regime pubblicistico con atti amministrativi, e non trovano di fatto riscontro con i mutui degli istituti di credito che, di norma, accreditano l'intero importo del mutuo concesso al beneficiario del finanziamento al momento della concessione. Tali finanziamenti sono dei mutui di scopo, concessi generalmente ad enti locali per la realizzazione di opere pubbliche e che vengono erogati ai beneficiari solo in funzione della puntuale verifica degli stati avanzamento lavori (SAL) delle opere in questione. Quindi le erogazioni sono finalizzate al soddisfacimento dei debiti effettivamente maturati dagli enti, nel corso della realizzazione del-

l'opera, nei confronti delle ditte cui hanno appaltato i lavori.
All'atto della stipula del contratto di finanziamento (o alla concessione, in base alla precedente procedura amministrativa) il debitore assume l'obbligo di rimborso di tutto il capitale concesso e su tale ammontare viene definito un piano di ammortamento prescindendo dall'effettivo ammontare erogato. Sulle somme ancora da erogare da parte della CDP viene riconosciuta una remunerazione configurabile come una retrocessione di interessi attivi maturati dalla CDP sulla parte non erogata.
Secondo la precedente normativa contabile e, in particolare, nell'applicazione delle istruzioni della Banca d'Italia per la "Vigilanza creditizia e finanziaria" del 30 luglio 1992 e successivi aggiornamenti, si poneva il vincolo che il credito esposto fosse effettivamente l'importo erogato e, quindi, tali finanziamenti trovavano esposizione nell'attivo dello Stato patrimoniale del bilancio redatto dalla CDP sotto la voce di Crediti verso clientela per un valore pari alla somma in ammortamento al netto delle somme da somministrare, mentre le somme non erogate erano evidenziate tra gli impegni.
Il riesame della tipica figura del mutuo di scopo concesso dalla CDP, anche alla luce dei principi IAS/IFRS ha fatto emergere l'esigenza che questi finanziamenti trovassero una diversa esposizione nel bilancio, di seguito sintetizzata: alla concessione viene registrato un impegno a somministrare l'importo concesso. Successivamente, con l'entrata in ammortamento si storna l'impegno e si registra il credito, rappresentato dall'intero valore del mutuo concesso e, contestualmente, vengono evidenziate nel passivo, nella voce "Debiti verso clientela" le somme che risultano dovute ma non erogate. Tale modalità di esposizione, in conclusione, anche prescindendo da criteri di valutazione diversi, determina un incremento sia dell'attivo che del passivo dello Stato patrimoniale.
Per tutte le altre forme tecniche nell'ambito della Gestione Separata (prestito flessibile, anticipazioni, ecc.) e per tutte le forme tecniche nell'ambito della Gestione Ordinaria rimane valida la contabilizzazione prevista dai Principi Italiani, sebbene con l'applicazione di criteri di valutazione diversi (costo ammortizzato ai fini dell'imputazione dei costi/ricavi di transazione).
L'adozione della nuova modalità di contabilizzazione è stata di fatto attuata, anche se in modo distinto, contestualmente all'applicazione della FTA con i seguenti impatti:

- stato patrimoniale apertura 2005: lo stock di Crediti verso clientela al 31 dicembre 2004 era pari a 50.159 €/milioni; il valore successivamente corretto, in pari data, risulterebbe pari a 62.540 €/milioni iscritto all'attivo sotto la medesima voce "Crediti verso la clientela", ed 11.315 €/milioni iscritto al passivo sotto la voce "Debiti verso la clientela" per somme da erogare;
- stato patrimoniale fine 2005: lo stock di crediti al 31 dicembre 2005 era pari a 54.055 €/milioni; il valore successivamente corretto al 31 dicembre 2005 risulterebbe pari a 69.976 €/milioni iscritto all'attivo sotto la voce Crediti verso la clientela, ed 6.166 €/milioni iscritto al passivo sotto la voce Debiti verso la clientela per somme da erogare;

- non vi sono ulteriori impatti sul conto economico in aggiunta a quelli evidenziati con riferimento all'applicazione del costo ammortizzato sui prestiti.

G. RICLASSIFICAZIONE DEL FONDO RISCHI BANCARI GENERALI

I Principi IAS/IFRS non prevedono la facoltà di effettuare accantonamenti generici a fronte del rischio di impresa bancario, previsti invece dai Principi Italiani con riferimento al fondo rischi bancari generali.

Il fondo e i relativi accantonamenti sono stati pertanto stornati ottenendo i seguenti impatti:

- stato patrimoniale apertura 2005: secondo i Principi Italiani il fondo rischi bancari generali al 31 dicembre 2004 era pari a 597 €/milioni; in FTA, secondo i nuovi principi contabili, tale importo viene stornato integralmente;
- stato patrimoniale fine 2005: secondo i Principi Italiani il fondo rischi bancari generali al 31 dicembre 2005 era pari a 1.146 €/milioni, tale importo viene stornato integralmente;
- conto economico 2005: secondo i Principi Italiani gli accantonamenti al fondo rischi bancari generali nel 2005 erano pari a 550 €/milioni; secondo i nuovi principi contabili nel conto economico 2005 non sono previsti accantonamenti al fondo e l'importo accantonato secondo i Principi Italiani viene stornato integralmente a Riserva FTA.

H. RICLASSIFICAZIONE DELLE POSTE STRAORDINARIE/RESIDUALI NELLE CORRISPONDENTI VOCI TIPICHE

I Principi IAS/IFRS prevedono l'inclusione di poste straordinarie/residuali, per i quali i Principi Italiani prevedevano voci dedicate nello stato patrimoniale e nel conto economico, nelle corrispondenti voci tipiche. A titolo esemplificativo, nel conto economico non esistono voci dedicate per proventi e oneri straordinari e nello stato patrimoniale non sono previste voci dedicate per ratei e risconti. Tali poste debbono essere incluse, per esempio nel caso di costi straordinari, nella corrispondente voce di costo ordinaria assimilabile.

Per quanto concerne la CDP, ciò non causa impatti sui risultati di conto economico o sui totali di attivo e passivo di stato patrimoniale ma comporta la necessità di riclassificare talune voci previste dai prospetti di bilancio derivanti dai Principi Italiani. Tra le riclassificazioni necessarie rientrano, tra le altre, gli oneri straordinari derivanti dai programmi di risoluzione anticipata consensuale del rapporto di lavoro da includere tra le spese per il personale o i ratei e risconti attivi su attività o passività finanziarie da riclassificare nella corrispondente voce di stato patrimoniale che ospita l'attività/passività stessa.

2. LA SITUAZIONE MACROECONOMICA GENERALE

2.1 IL QUADRO MACROECONOMICO DI RIFERIMENTO

La lunga fase espansiva dell'economia mondiale è proseguita a ritmi sostenuti nel 2006. La crescita del PIL è divenuta meno sbilanciata tra le maggiori aree industriali: nell'area dell'euro e nel Regno Unito è aumentata nettamente (al 2,5%); in Giappone si è consolidata (3%); negli Stati Uniti (3,4%) l'attività produttiva ha rallentato dal secondo trimestre, risentendo del netto indebolimento del mercato immobiliare.

In particolare tra i paese emergenti la Cina e l'India, hanno continuato a contribuire in misura rilevante allo sviluppo dell'economia mondiale; le due grandi economie dell'Asia sono cresciute a ritmi prossimi al 10%.

Per il complesso del 2006 si è delineato un aumento del prodotto mondiale pari circa al 5%, superiore a quanto previsto dal Fondo monetario internazionale (FMI) nell'autunno dello scorso anno (4,3%).

Gli effetti dei rincari delle materie prime, di molto superiori a quelli attesi, e del mutamento in senso restrittivo delle politiche monetarie nei principali paesi, pur avendo determinato un'accelerazione dei prezzi al consumo nei paesi industriali, sono stati compensati dal permanere di condizioni finanziarie assai favorevoli.

Nei primi nove mesi dell'anno l'inflazione è salita al 3,7 % negli Stati Uniti, al 2,3% e al 2,2% nell'area dell'euro e nel Regno Unito, rispettivamente; è divenuta positiva in Giappone (0,2%).

La ripresa ciclica avviatasi nell'area dell'euro dall'estate del 2005 si è consolidata. Nei primi sei mesi del 2006, il prodotto ha accelerato al 3% circa in ragione d'anno sul periodo precedente; il divario rispetto agli Stati Uniti ha continuato a diminuire. Nel terzo trimestre la crescita è stata del 2,1% in ragione d'anno. Dalla seconda metà del 2005, in concomitanza con l'elevata espansione della domanda mondiale, il recupero di margini di competitività da parte delle imprese dell'area ha favorito la ripresa delle esportazioni; questa si è trasmessa gradualmente agli investimenti, in particolare alla componente dei macchinari e delle attrezzature, anche in conseguenza di una riduzione delle scorte di magazzino e dell'erosione dei margini di capacità inutilizzata. In Italia nella prima parte dell'anno l'attività produttiva ha accelerato, beneficiando della ripresa ciclica in atto in Europa. L'aumento del prodotto lordo nel primo semestre, pari all'1,1% rispetto al periodo precedente ha tratto sostegno soprattutto dal recupero delle esportazioni e dall'accelerazione degli investimenti. L'input di lavoro, misurato in termini di unità di lavoro equivalenti a tempo pieno, è tornato a

crescere dopo la flessione dello scorso anno, aumentando dell'1,4% rispetto al semestre precedente. La produttività è calata nello stesso periodo dello 0,5%. La produzione industriale, dai livelli minimi toccati nel 2005, è cresciuta di circa un punto percentuale nel primo semestre e ha segnato un ulteriore incremento di 0,9% nei restanti sei mesi.

L'inflazione nella prima parte del 2006 è rimasta stabile su valori di poco superiori al 2%, come per la media dell'area dell'euro per assestarsi intorno all'1,8% per l'intero anno. All'accelerazione dei prezzi dell'energia è corrisposto un andamento assai moderato di quelli dei beni non alimentari e non energetici, in linea con una dinamica contenuta dei prezzi all'origine.
Inoltre l'inflazione misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è nella media del 2006, del 2,1%.

Nella Relazione Previsionale e Programmatica (RPP) dello scorso settembre il Governo ha indicato nel 4,8% del PIL l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche atteso per il 2006 e ha previsto un ulteriore aumento del rapporto fra il debito e il PIL. Le stime della RPP includono gli oneri derivanti dalla sentenza della Corte di giustizia europea del 14 settembre scorso in merito ad alcune limitazioni alla detraibilità dell'IVA. Al netto di questi effetti, l'indebitamento netto del 2006 sarebbe pari al 3,6% del prodotto, in riduzione di mezzo punto percentuale rispetto al 2005 e inferiore di due decimi di punto alle previsioni della Relazione trimestrale di cassa (Rtc) dello scorso aprile. Il miglioramento rispetto alla Rtc riflette una dinamica delle entrate molto più favorevole del previsto, il cui impatto sul saldo è stato peraltro in larga parte compensato dall'aumento delle spese.

2.2 IL MERCATO FINANZIARIO E I TASSI

Come nel 2005, nel 2006 l'economia mondiale ha dimostrato la sua solidità. A differenza degli anni precedenti, a questa evoluzione hanno contribuito le economie nazionali europee. Il principale generatore di questa domanda sostenuta è stato il Continente asiatico, che ha fatto leva sulla costante forte crescita in Cina. Mentre nel primo semestre gli Stati Uniti hanno fornito un contributo sostanziale alla crescita economica a livello globale, nel secondo semestre una correzione sul mercato locale, primo fra tutti il settore immobiliare, ha comportato una momentanea flessione.

Per il mercato azionario il 2006 è stato nuovamente un anno eccellente. È il quarto anno consecutivo che i mercati azionari registrano una performance positiva, benché non siano state rilevate sostanziali sovrapponderazioni né esagerazioni. In questo modo i mercati azionari hanno potuto recuperare gran parte delle perdite subite tra il 2000 e il 2003.

Questo clima positivo sui mercati azionari è stato garantito dal persistente basso livello dei tassi d'interesse e dal positivo andamento degli utili delle imprese. Contrariamente ai mercati azionari, per i mercati obbligazionari il 2006 è stato un anno deludente a causa del leggero aumento dei rendimenti. Particolarmente negativi sono risultati i mesi di maggio e giugno, quando i mercati obbligazionari hanno subito delle perdite tra l'1% e il 2% dovute all'insorgere di timori inflazionistici e al conseguente aumento dei rendimenti.

Per quanto riguarda la politica monetaria, le banche centrali, hanno aumentato i tassi ufficiali, con tempi e intensità diversi a seconda del sostegno che si è voluto di volta in volta dare all'andamento dell'attività economica.

La Federal Reserve ha proseguito fino alla fine di giugno l'azione restrittiva avviata nel giugno del 2004. In seguito all'emergere dei segnali di un rallentamento dell'economia statunitense più forte del previsto e con aspettative d'inflazione a lungo termine in lieve riduzione, all'inizio di agosto le autorità monetarie hanno interrotto la fase di rialzo dei tassi d'interesse.

Nell'area Euro, dall'inizio di giugno, la Banca Centrale Europea ha aumentato i tassi ufficiali quattro volte, di un quarto di punto percentuale ciascuna. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali ha raggiunto in dicembre il 3,50%; era del 2% alla vigilia del primo innalzamento, deciso nel dicembre 2005.
I tassi d'interesse reali a breve termine sono gradualmente aumentati, pur restando contenuti nel confronto storico; secondo le attese implicite nella struttura a termine, dovrebbero ulteriormente salire all'inizio del 2007.

Sui mercati finanziari, la pendenza della curva per scadenza si è sensibilmente appiattita: i rendimenti a lungo termine sono rimasti bassi, nonostante l'innalzamento di quelli a breve. Gli *spread* sui titoli privati e le misure di volatilità implicita del mercato azionario e dei cambi restano assai contenuti, riflettendo l'ottimismo degli operatori circa l'evoluzione dei rischi, nonché l'elevata liquidità. In ottobre due agenzie di rating hanno annunciato una revisione, in parte già attesa, del loro giudizio sul debito pubblico italiano. Gli effetti sul differenziale di rendimento tra BTP e Bund tedesco sono stati trascurabili.

2.3 LA FINANZA PUBBLICA

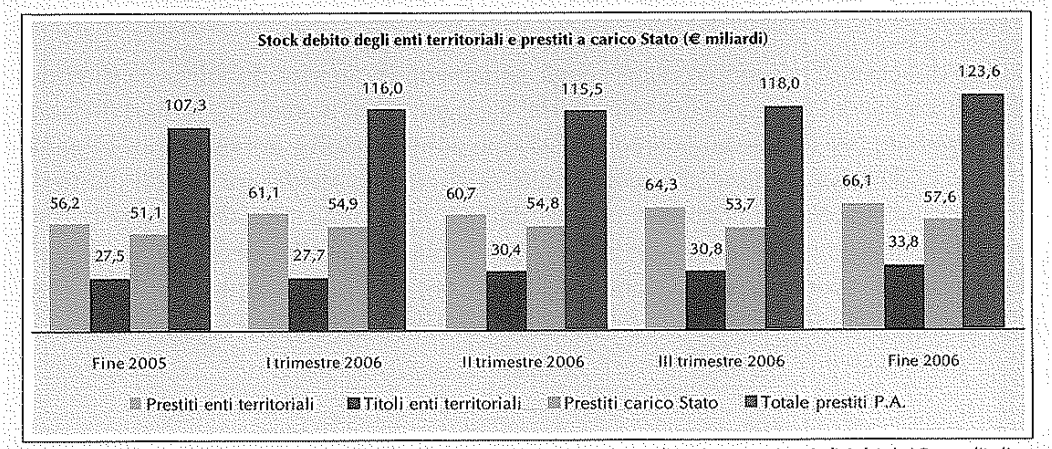
Nel corso del 2006, secondo le stime della Commissione Europea di fine anno, nell'area dell'euro l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL dovrebbe attestarsi al 2,0%, in diminuzione rispetto al 2004 (pari al 2,4%). In diminuzione è previsto anche il rapporto debito/PIL da 70,8% del 2005 al 69,5% del

2006.
In Italia, nel 2006, sulla base dei dati ISTAT di marzo 2007, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche rispetto al PIL si attesterebbe al 4,4%, in lieve aumento rispetto allo scorso anno (pari al 4,1% nel 2005). Se si escludono gli oneri straordinari che hanno caratterizzato la spesa delle Amministrazioni pubbliche nel 2006, tra cui i rimborsi IVA sulle auto aziendali dovuti dallo Stato in base alla sentenza della Corte di giustizia europea del 14 settembre 2006 e la cancellazione dei crediti dello Stato nei confronti della società TAV disposto dalla Legge Finanziaria 2007, l'indebitamento netto risulterebbe pari al 2,4%. Il rapporto debito/PIL è stato pari al 106,8% (dati Banca d'Italia marzo 2007), in lieve aumento rispetto al dato 2005 (pari al 106,2%).

Al 31 dicembre 2006 lo stock di prestiti agli enti territoriali ha raggiunto i 66,1 miliardi di euro, facendo registrare un incremento del 17,5% rispetto al dato di fine 2005 (56,2 miliardi di euro).

Alla stessa data lo stock di titoli emessi dagli enti territoriali ha raggiunto i 33,8 miliardi di euro facendo registrare, nel corso del 2006, un incremento del 22,7% rispetto al dato di fine 2005 (27,5 miliardi di euro), principalmente per effetto di alcune emissioni di rilevante importo e di natura non ricorrente (tra tutte è possibile citare in particolare le emissioni obbligazionarie completate dalla Regione Campania nel mese di giugno per un ammontare complessivo pari a € 1,9 miliardi). A costituire il dato di stock di titoli emessi contribuiscono per il 55,3% le emissioni delle Regioni (pari al 50,4% nel 2005), per il 44,3% le emissioni effettuate da Comuni e Province (pari al 49,1% nel 2005) e per lo 0,4% le emissioni effettuate da altre amministrazioni locali (pari allo 0,5% nel 2005).

Il totale complessivo del debito degli enti territoriali ha raggiunto pertanto la quota di 108,1 miliardi di euro, includendo oltre ai prestiti e titoli emessi anche le operazioni



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

di cartolarizzazione contabilizzate come debiti.
L'articolazione del debito degli enti territoriali, secondo gli strumenti finanziari adottati conferma la centralità dei prestiti erogati da CDP e dalle altre Istituzioni Finanziarie e Monetarie (IFM) (pari nel complesso al 61,1% del totale del debito rispetto al 62,6% del 2005) ed evidenzia una percentuale di ricorso alle emissioni obbligazionarie sostanzialmente stabile nel corso del 2006 (ovvero pari al 31,3% del totale del debito rispetto al 30,7% del 2005). Alla stessa data le operazioni di cartolarizzazione realizzate da amministrazioni locali, che sulla base dei criteri EUROSTAT sono assimilate a debiti, si sono attestate al 7,6% del totale del debito (pari al 6,7% nel 2005).

In merito alle operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto i crediti vantati da fornitori di beni e servizi alle ASL, EUROSTAT, nel settembre 2006, ha chiarito che l'emissione di una nuova delegazione di pagamento da parte delle regioni, unitamente alla ridefinizione temporale dei flussi di pagamento produce il cambiamento della natura della passività originaria da debito commerciale a debito finanziario, determinando un aumento del debito dell'ente e, di conseguenza, del debito della Pubblica amministrazione.

La legge finanziaria per il 2006 (legge 23 dicembre 2005, n. 266) ha introdotto importanti novità nell'azione di contenimento della spesa pubblica, apportando variazioni alla regolamentazione sul Patto di stabilità interno per le autonomie territoriali per il triennio 2006-2008. Le nuove regole per il Patto di stabilità, pur indicando la "spesa" come fattore su cui intervenire per ottemperare agli obblighi assunti in sede comunitaria, non fa riferimento al complesso delle spese di parte corrente e in conto capitale come previsto per il 2005, ma alle due tipologie di spesa in maniera distinta. Per gli enti locali "virtuosi" nella gestione della spesa corrente è previsto, come nel 2005, un tasso di riduzione del relativo aggregato, riferito al 2004, inferiore rispetto agli altri enti locali (6,5% rispetto all' 8%).

Ai fini del controllo e monitoraggio degli andamenti di finanza pubblica, la direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 6 giugno 2006 ha definito i criteri di carattere generale per il coordinamento dell'azione amministrativa del Governo. In particolare, la direttiva dispone che, nell'ambito degli adempimenti procedurali connessi con la concessione dei contributi previsti dall'art. 4, comma 177, della legge n. 350 del 2003, non siano posti in essere atti, anche di sola delega all'incasso, dai quali consegua che le eventuali operazioni finanziarie per il finanziamento dell'intervento siano classificate in termini di indebitamento a totale carico dello Stato.