

C.1.4 Esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione ripartite per portafoglio e per tipologia (migliaia di euro)

Esposizione/ Portafoglio	Attività finanziarie detenute per negoiazione	Attività finanziarie fair value option	Attività finanziarie disponibili per la vendita	Attività finanziarie detenute sino alla scadenza	Crediti	31/12/2010	31/12/2009
1. Esposizioni per cassa			200.115		22.270	222.385	229.004
- senior			200.115			200.115	199.116
- mezzanine							
- junior					22.270	22.270	29.888
2. Esposizioni fuori bilancio							
- senior							
- mezzanine							
- junior							

C.1.7 Attività di servicer - incassi dei crediti cartolarizzati e rimborsi dei titoli emessi dalla società veicolo

(migliaia di euro)

Società veicolo	Attività cartolarizzate (dato di fine periodo)		Incassi crediti realizzati nell'anno		Quota % dei titoli rimborsati (dato di fine periodo)					
					Senior		Mezzanine		Junior	
	Deteriorate	In bonis	Deteriorate	In bonis	Attività deteriorate	Attività in bonis	Attività deteriorate	Attività in bonis	Attività deteriorate	Attività in bonis
CPG - Società di cartolarizzazione a r.l.		246.918		102.031						

C.3 Operazioni covered bond

Per il finanziamento della propria attività creditizia in Gestione Separata, CDP ha avviato nel 2004 un programma finalizzato all'emissione, fino a 20 miliardi di euro, di titoli (i "covered bond") garantiti da un patrimonio destinato costituito da crediti della CDP derivanti da contratti di finanziamento nei confronti di o garantiti da regioni ed enti locali italiani. L'operazione è stata attuata in base all'articolo 5, comma 18, del D.L. 269/2003, ai sensi del quale CDP "può destinare propri beni e rapporti giuridici al soddisfacimento dei diritti dei portatori di titoli da essa emessi".

Tale strumento ha consentito di contenere i rischi di mercato e di rifinanziamento garantendo un migliore allineamento tra poste attive e poste passive del bilancio societario (grazie alle scadenze relativamente lunghe a tasso fisso dei titoli emessi), con conseguente risparmio nel costo delle relative operazioni di copertura. In secondo luogo, esso ha consentito di accedere a un'ampia e diversificata base di investitori, non presente tra i tradizionali sottoscrittori del Risparmio Postale. Inoltre, esso rappresenta una forma di provvista finanziaria non garantita dallo Stato, il cui costo è comunque contenuto rispetto a eventuali obbligazioni non garantite emesse dalla Società.

Dall'avvio del programma sono state effettuate quattro emissioni pubbliche per un ammontare complessivo di 8 miliardi di euro (attualmente, a seguito del rimborso di 2 miliardi di euro avvenuto nel 2009 e di 1 miliardo nel 2010, l'ammontare nominale di titoli in circolazione è pari a 5 miliardi di euro) e un piazzamento privato in yen per un importo equivalente a circa 64 milioni di euro.

Dal 2007 l'attività di emissione nell'ambito del Programma di covered bond è stata sospesa e attualmente, per ragioni di convenienza economica, non si rinvergono opportunità di mercato tali da suggerire ulteriori emissioni di covered bond.

Sezione 2 - Rischi di mercato

2.1 Rischio di tasso di interesse e di prezzo - Portafoglio di negoziazione di vigilanza

INFORMAZIONI DI NATURA QUALITATIVA

A. Aspetti generali

La CDP non ha posto in essere operazioni rientranti nel portafoglio di negoziazione di vigilanza.

2.2 Rischio di tasso di interesse e di prezzo - Portafoglio bancario

INFORMAZIONI DI NATURA QUALITATIVA

A. Aspetti generali, processi di gestione e metodi di misurazione del rischio di tasso di interesse e del rischio di prezzo

Nell'ambito della propria attività CDP è esposta al rischio tasso di interesse in tutte le sue accezioni: re-pricing, curva, base, opzionalità. CDP presidia inoltre il rischio inflazione nell'ambito dello stesso quadro concettuale e analitico del rischio tasso di interesse nel portafoglio bancario.

I rischi di tasso di interesse e inflazione incidono sulla redditività e sul valore economico di CDP.

CDP fronteggia un consistente rischio tasso di interesse sia per la presenza di ingenti masse non coperte preesistenti al momento della sua costituzione in S.p.A., sia per la struttura degli attivi e passivi: una parte considerevole del bilancio di CDP prevede, infatti, la raccolta tramite Buoni ordinari a tasso fisso con opzione di rimborso anticipato mentre l'impiego è prevalentemente in finanziamenti a tasso fisso. Anche altre tipologie di Buoni postali, inoltre, incorporano un'opzionalità di rimborso anticipato sul valore della quale incidono significativamente i tassi di interesse e l'inflazione.

Come approccio di riferimento per la misurazione e gestione del rischio tasso, CDP adotta un'ottica definita "prospettiva del valore economico", complementare alla "prospettiva della redditività". La prospettiva del valore economico corrisponde alla rappresentazione di lungo termine della prospettiva reddituale: il valore economico è, infatti, riconducibile alla sequenza attualizzata di tutti i margini futuri.

In questa prospettiva, CDP analizza il proprio profilo di esposizione e di rischio attraverso la valutazione di tutte le poste in bilancio sensibili ai tassi di interesse, valutandone la reazione rispetto a perturbazioni piccole (analisi di sensitivity) e grandi (stress test) dei fattori di rischio. Il passaggio dalle misure di espo-

sizione (derivate dalle analisi di sensitivity e di stress) alle misure di rischio avviene assegnando una probabilità agli scenari di mercato possibili. Ciò consente di pervenire a una distribuzione statistica del valore delle poste di bilancio considerate e a misure di sintesi rappresentative del capitale economico necessario a fronte del rischio.

Tale struttura di monitoraggio si traduce nella definizione del Value-at-Risk (VaR) al livello di confidenza del 99%, sia su un orizzonte giornaliero sia su un orizzonte decadale. Per il calcolo del VaR CDP utilizza un metodo basato sulla simulazione storica.

Il VaR sintetizza in un unico dato il risultato della simulazione di numerosi scenari, generati secondo le caratteristiche statistiche dei fattori di rischio. Con tutti i limiti di una misura di sintesi basata su scenari storici, il VaR presenta due pregi:

- recepisce in un singolo valore le conseguenze di caratteristiche complesse dei mercati e dei prodotti (volatilità, correlazioni, opzionalità e asimmetrie);
- tramite il test retrospettivo (backtesting) permette di controllare le ipotesi che stanno alla base non solo del numero di VaR calcolato, ma di tutta la simulazione.

CDP valuta l'impatto del rischio tasso in una prospettiva reddituale, riferita a orizzonti più brevi, mediante il sistema proprietario di ALM dinamico (DALM). Tale sistema consente di simulare, sotto diversi scenari di mercato, l'impatto di operazioni correttive di copertura sull'esposizione al rischio e sul margine di interesse all'interno dell'orizzonte pluriennale del piano industriale, date le strategie di pricing dei prodotti.

La gestione dell'ALM di CDP punta alla minimizzazione del volume dei derivati di copertura tramite lo sfruttamento delle compensazioni naturali delle esposizioni di poste attive e passive a tasso fisso. L'attività di copertura avviene quindi su sottoinsiemi di tali poste, a seconda del segno dell'esposizione netta, in un'ottica di contenimento del rischio complessivo.

La responsabilità della gestione operativa del rischio tasso di interesse è assegnata all'unità Finanza.

La misurazione e il monitoraggio del rischio di tasso sono effettuati dalla funzione Risk Management e discussi in sede di Comitato Rischi. Il Consiglio di amministrazione approva le politiche di gestione del rischio e le relative modalità di rilevazione ed è periodicamente informato in merito ai risultati conseguiti.

Il rischio di prezzo concerne la possibilità che il valore economico netto, la redditività o il patrimonio netto contabile di CDP siano influenzati negativamente da variabili relative a titoli azionari, in particolare dalle quotazioni di mercato dei titoli stessi e dei relativi derivati oppure da variazioni della redditività presente e prospettica dell'investimento in essi. Per questi fini, si considerano come assimilati a partecipazioni azionarie gli investimenti in quote di fondi comuni d'investimento, compresi quelli immobiliari. Per quanto riguarda il rischio immobiliare, si segnala che CDP fornisce servizi di risk management in outsourcing a CDPI SGR, la società che gestisce il Fondo Investimenti per l'Abitare.

Coerentemente con l'ottica del valore economico netto, il rischio azionario è quantificato in termini di VaR sull'orizzonte di un anno. Il VaR fornisce una proxy del rischio che titoli quotati e liquidi – anche laddove iscritti a valore d'uso – non recuperino nel tempo eventuali perdite di valore, ed è calcolato mediante ipotesi sulla distribuzione statistica delle quotazioni azionarie, dei relativi derivati (qualora presenti)

e del fair value dei titoli non quotati, e sotto assunzioni di continuità del modello di business di CDP, che prevede di detenere nel lungo periodo la maggior parte degli investimenti azionari.

Un'ulteriore fonte del rischio di prezzo è dovuta alle operazioni di raccolta di CDP, nella fattispecie all'emissione di Buoni fruttiferi postali di tipo indicizzati a scadenza e *Premia*, il cui rendimento è legato all'andamento dell'indice Dow Jones EUROSTOXX 50.

La funzione Risk Management monitora, tra gli altri, il rischio che i risultati reddituali di CDP siano intaccati dai differenziali netti di fair value tra opzioni su indici azionari implicite nelle passività e opzioni acquistate a copertura.

B. Attività di copertura del fair value

Le strategie sottostanti alle attività di copertura del fair value sono volte a ridurre le misure di rischio tasso di interesse e inflazione e in parte si differenziano per le due Gestioni della CDP.

La Gestione Ordinaria viene di regola immunizzata dal rischio tasso di interesse in fase di origination. Nell'ambito del passivo della Gestione Ordinaria si tratta di coperture specifiche di emissioni a tasso variabile e/o strutturate, realizzate mediante IRS indicizzati al parametro Euribor 6 mesi più spread. Per quanto concerne l'attivo i finanziamenti a tasso fisso vengono generalmente coperti da IRS amortizing in cui CDP paga fisso e riceve variabile; può accadere in questo ambito che la copertura riguardi un aggregato omogeneo di finanziamenti. Le coperture realizzate sono classificate contabilmente come micro fair value hedge.

La Gestione Separata presenta una logica di gestione delle coperture diversa, dovuta alle ingenti masse di passività soggette a opzione di rimborso anticipato.

Per quanto riguarda le passività finanziarie, nel corso del 2005, a fronte dell'esposizione negativa alla riduzione dei tassi di interesse, CDP ha attuato un programma di coperture (classificato come macro fair value hedge) del rischio tasso su un portafoglio di Buoni postali ordinari, attuato mediante IRS di tipo roller-coaster in cui CDP riceveva tasso fisso e pagava Euribor 12 mesi più spread. CDP ha terminato anticipatamente tali coperture alla fine dell'esercizio 2009 nell'ambito della propria strategia di gestione dell'esposizione complessiva.

Le emissioni di covered bond a tasso fisso in euro sono state sistematicamente trasformate a tasso variabile tramite IRS in fase di origination. Nel corso del 2010 parte di queste coperture è giunta a naturale scadenza.

In relazione alle attività finanziarie, all'inizio del 2006, a seguito dell'operazione di rinegoziazione dei finanziamenti a tasso fisso a carico dello Stato, CDP presentava un'esposizione negativa al rialzo dei tassi, a fronte della quale è stato realizzato un programma di micro-coperture del rischio tasso, individuando portafogli di mutui omogenei per tasso e scadenza.

L'attività di copertura è avvenuta mediante la stipula di IRS amortizing di tipo vanilla in cui CDP paga fisso e riceve Euribor 6 mesi più spread.

Successivamente è proseguita un'analogha attività di copertura di parte delle nuove concessioni sull'attivo a tasso fisso, prediligendo le coperture di tipo uno-a-uno.

A seguito dell'operazione di rinegoziazione dei finanziamenti a tasso fisso avvenuta a fine 2010, una parte delle coperture su attivi a tasso fisso è stata terminata anticipatamente, con impatti positivi dal punto di vista dell'ALM, in considerazione del profilo di esposizione di CDP sui bucket rilevanti.

Il rischio prezzo collegato alle emissioni dei Buoni indicizzati a scadenza e delle serie *Premia* viene sistematicamente immunizzato tramite l'acquisto di opzioni speculari a quelle implicite nei Buoni. Tali operazioni non sono soggette a hedge accounting: sia le opzioni implicite vendute sia le opzioni acquistate sono contabilizzate a fair value e si caratterizzano come coperture gestionali.

Il nozionale di opzione acquistato per ciascuna emissione è determinato mediante stime, sulla base del modello proprietario relativo al comportamento di rimborso della clientela.

C. Attività di copertura dei flussi finanziari

Nel corso del 2010 CDP ha avviato un programma di coperture di Buoni fruttiferi postali indicizzati al FOI (Indice dei prezzi al consumo Famiglie Operai e Impiegati), fonte primaria dell'esposizione ai tassi di inflazione, solo parzialmente mitigata dalla compensazione naturale con impieghi che presentano questo tipo di indicizzazione. Le coperture, classificate contabilmente come cash flow hedge, sono state realizzate mediante zero coupon inflation swap con nozionale definito in modo conservativo, stimando, con l'ausilio del modello proprietario relativo al comportamento di rimborso della clientela, l'ammontare nominale che CDP attende giungere a scadenza per ogni serie di Buoni coperta. Nella maggior parte delle operazioni di copertura del rischio inflazione derivante dai Buoni fruttiferi postali rimane in capo a CDP il rischio base relativo a eventuali differenziali tra l'inflazione europea e quella italiana.

Al 31 dicembre 2010 risultano, pertanto, in essere tali coperture di flussi finanziari, oltre alla preesistente copertura di un covered bond emesso a tasso fisso in yen e coperto con un cross currency swap con l'obiettivo di eliminare l'incertezza sui flussi di cassa derivante dal tasso di cambio, mediante la conversione dell'esposizione originaria in un'esposizione a tasso fisso in euro.

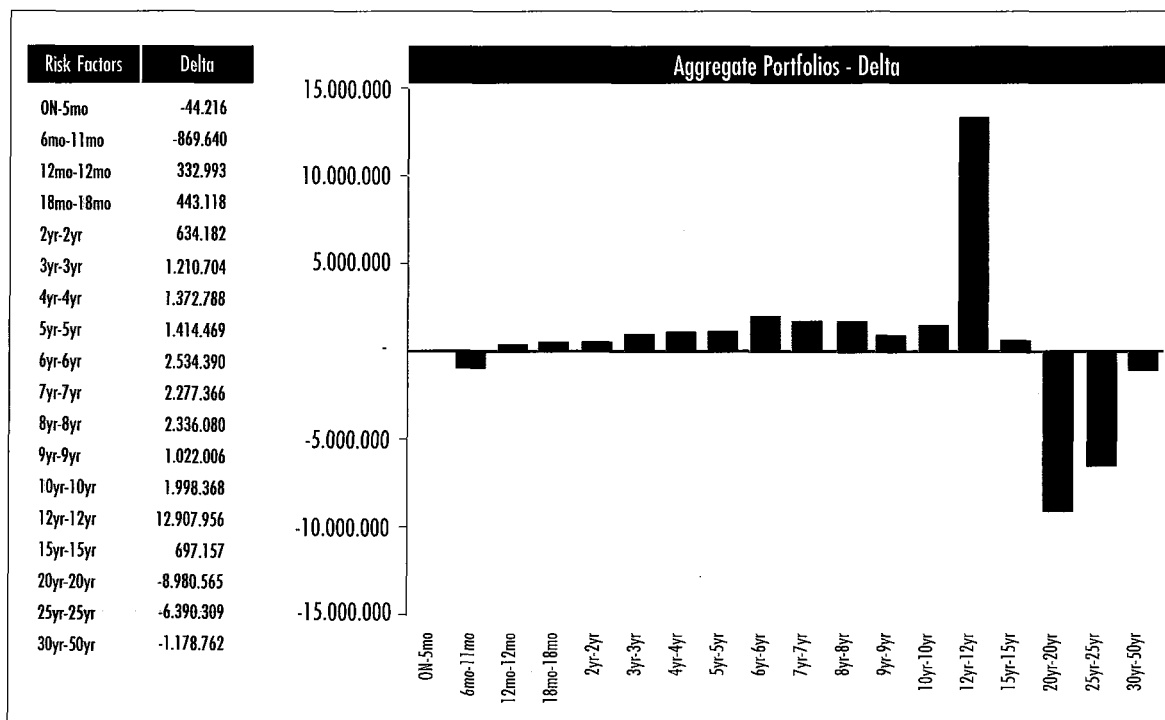
INFORMAZIONI DI NATURA QUALITATIVA

1. Portafoglio bancario: distribuzione per durata residua (per data di riprezzamento) delle attività e delle passività finanziarie

Si riporta di seguito un'analisi di sensitività al rischio di tasso di interesse sviluppata sulla base di modelli interni.

Sensitivity ai tassi zero coupon EURO per scadenza

Dati di mercato aggiornati al 31/12/2010



2.3 Rischio di cambio

INFORMAZIONI DI NATURA QUALITATIVA

A. Aspetti generali, processi di gestione e metodi di misurazione del rischio di cambio

Il rischio di cambio consiste nella possibilità che fluttuazioni dei tassi di cambio possano influire negativamente sulla redditività e/o sul valore economico di CDP.

Alcune particolari attività di CDP possono generare rischio di cambio. CDP intraprende tali attività solo se protetta da adeguate coperture del rischio valutario.

Le attività di CDP che possono generare rischio di cambio sono di norma legate all'attività di emissione di titoli obbligazionari denominati in valuta estera e alla detenzione di partecipazioni le cui fluttuazioni possono essere soggette alle fluttuazioni del cambio.

Nel corso del 2010 CDP ha inoltre maturato una temporanea esposizione in dollari connessa al pagamento differito di una parte dei dividendi della partecipata STMicroelectronics Holding N.V.

B. Attività di copertura del rischio di cambio

Il rischio di cambio derivante dalle emissioni in valuta (un'emissione di covered bond e due emissioni di obbligazioni EMTN) è coperto tramite cross currency swap che rendono i flussi di cassa di CDP equivalenti a quelli di un'emissione in euro.

INFORMAZIONI DI NATURA QUALITATIVA

1. Distribuzione per valuta di denominazione delle attività, delle passività e dei derivati

(migliaia di euro)

Voci	Valute					
	Dollari USA	Sterline	Yen	Dollari canadesi	Franchi svizzeri	Altre valute
A. Attività finanziarie						
A.1 Titoli di debito						
A.2 Titoli di capitale						
A.3 Finanziamenti a banche						
A.4 Finanziamenti a clientela						
A.5 Altre attività finanziarie						
B. Altre attività						
C. Passività finanziarie	280.523		214.866			
C.1 Debiti verso banche						
C.2 Debiti verso clientela						
C.3 Titoli di debito	280.523		214.866			
C.4 Altre passività finanziarie						
D. Altre passività						
E. Derivati finanziari						
- Opzioni						
+ posizioni lunghe	280.523		214.866			
+ posizioni corte						
- Altri derivati						
+ posizioni lunghe						
+ posizioni corte						
Totale attività	280.523		214.866			
Totale passività	280.523		214.866			
Sbilancio (+/-)	-		-			

2.6 Gli strumenti finanziari derivati

A. Derivati finanziari

A.2 Portafoglio bancario: valori nozionali di fine periodo e medi

A.2.1 Di copertura

(migliaia di euro)

Attività sottostanti/ Tipologie derivati	31/12/2010		31/12/2009	
	Over the counter	Controparti centrali	Over the counter	Controparti centrali
1. Titoli di debito e tassi di interesse	20.794.339		24.390.885	
a) Opzioni				
b) Swap	20.794.339		24.390.885	
c) Forward				
d) Future				
e) Altri				
2. Titoli di capitale e indici azionari				
a) Opzioni				
b) Swap				
c) Forward				
d) Future				
e) Altri				
3. Valute e oro	493.247		434.000	
a) Opzioni				
b) Swap				
c) Forward				
d) Future				
e) Altri	493.247		434.000	
4. Merci				
5. Altri sottostanti				
Totale	21.287.586		24.824.885	
Valori medi	23.056.236		29.460.714	

A.2.2 Altri derivati

(migliaia di euro)

Attività sottostanti/ Tipologie derivati	31/12/2010		31/12/2009	
	Over the counter	Controparti centrali	Over the counter	Controparti centrali
1. Titoli di debito e tassi di interesse	2.619.413		1.320.434	
a) Opzioni				
b) Swap	2.619.413		1.320.434	
c) Forward				
d) Future				
e) Altri				
2. Titoli di capitale e indici azionari	90.568.592		71.423.822	
a) Opzioni	90.568.592		71.423.822	
b) Swap				
c) Forward				
d) Future				
e) Altri				
3. Valute e oro				
a) Opzioni				
b) Swap				
c) Forward				
d) Future				
e) Altri				
4. Mercati				
5. Altri sottostanti				
Totale	93.188.005		72.744.256	
Valori medi	82.966.131		56.985.801	

A.3 Derivati finanziari: fair value lordo positivo - ripartizione per prodotti*(migliaia di euro)*

Portafogli/Tipologie derivati	Fair value positivo			
	31/12/2010		31/12/2009	
	Over the counter	Controparti centrali	Over the counter	Controparti centrali
A. Portafoglio di negoziazione a fini di vigilanza				
a) Opzioni				
b) Interest rate swap				
c) Cross currency swap				
d) Equity swap				
e) Forward				
f) Future				
g) Altri				
B. Portafoglio bancario - di copertura	366.750		331.603	
a) Opzioni				
b) Interest rate swap	289.932		310.685	
c) Cross currency swap	76.818		20.918	
d) Equity swap				
e) Forward				
f) Future				
g) Altri				
C. Portafoglio bancario - altri derivati	856.438		868.511	
a) Opzioni	841.622		851.685	
b) Interest rate swap	14.816		16.826	
c) Cross currency swap				
d) Equity swap				
e) Forward				
f) Future				
g) Altri				
Totale	1.223.188		1.200.114	

A.4 Derivati finanziari: fair value lordo negativo - ripartizione per prodotti*(migliaia di euro)*

Portafogli/Tipologie derivati	Fair value negativo			
	31/12/2010		31/12/2009	
	Over the counter	Controparti centrali	Over the counter	Controparti centrali
A. Portafoglio di negoziazione a fini di vigilanza				
a) Opzioni				
b) Interest rate swap				
c) Cross currency swap				
d) Equity swap				
e) Forward				
f) Future				
g) Altri				
B. Portafoglio bancario - di copertura	1.175.799		825.663	
a) Opzioni				
b) Interest rate swap	1.175.799		825.385	
c) Cross currency swap			278	
d) Equity swap				
e) Forward				
f) Future				
g) Altri				
C. Portafoglio bancario - altri derivati	940.034		784.205	
a) Opzioni	761.877		784.205	
b) Interest rate swap	178.157			
c) Cross currency swap				
d) Equity swap				
e) Forward				
f) Future				
g) Altri				
Totale	2.115.833		1.609.868	

A.7 Derivati finanziari OTC - portafoglio bancario: valori nozionali, fair value lordi positivi e negativi per controparti - contratti non rientranti in accordi di compensazione

(migliaia di euro)

Contratti non rientranti in accordi di compensazione	Governi e banche centrali	Altri enti pubblici	Banche	Società finanziarie	Società di assicurazione	Imprese non finanziarie	Altri soggetti
--	---------------------------	---------------------	--------	---------------------	--------------------------	-------------------------	----------------

1. Titoli di debito e tassi di interesse

- valore nozionale
- fair value positivo
- fair value negativo
- esposizione futura

2. Titoli di capitale e indici azionari

- valore nozionale 42.856.991
- fair value positivo
- fair value negativo 761.876
- esposizione futura

3. Valute e oro

- valore nozionale
- fair value positivo
- fair value negativo
- esposizione futura

4. Altri valori

- valore nozionale
- fair value positivo
- fair value negativo
- esposizione futura

A.8 Derivati finanziari OTC - portafoglio bancario: valori nozionali, fair value lordi positivi e negativi per controparti - contratti rientranti in accordi di compensazione

(migliaia di euro)

Contratti rientranti in accordi di compensazione	Governi e banche centrali	Altri enti pubblici	Banche	Società finanziarie	Società di assicurazione	Imprese non finanziarie	Altri soggetti
1. Titoli di debito e tassi di interesse							
- valore nozionale			19.950.205	3.463.547			
- fair value positivo			200.615	104.132			
- fair value negativo			1.201.597	152.359			
2. Titoli di capitale e indici azionari							
- valore nozionale			47.323.600	388.000			
- fair value positivo			823.902	17.720			
- fair value negativo							
3. Valute e oro							
- valore nozionale			493.247				
- fair value positivo			76.818				
- fair value negativo							
4. Altri valori							
- valore nozionale							
- fair value positivo							
- fair value negativo							

A.9 Vita residua dei derivati finanziari OTC: valori nozionali*(migliaia di euro)*

Sottostanti/Vita residua	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale
A. Portafoglio di negoziazione di vigilanza				
A.1 Derivati finanziari su titoli di debito e tassi di interesse				
A.2 Derivati finanziari su titoli di capitale e indici azionari				
A.3 Derivati finanziari su tassi di cambio e oro				
A.4 Derivati finanziari su altri valori				
B. Portafoglio bancario	9.541.776	79.744.785	25.189.030	114.475.591
B.1 Derivati finanziari su titoli di debito e tassi di interesse	626.279	8.978.301	13.809.172	23.413.752
B.2 Derivati finanziari su titoli di capitale e indici azionari	8.915.497	70.365.276	11.287.819	90.568.592
B.3 Derivati finanziari su tassi di cambio e oro		401.208	92.039	493.247
B.4 Derivati finanziari su altri valori				
Totale al 31/12/2010	9.541.776	79.744.785	25.189.030	114.475.591
Totale al 31/12/2009	6.135.709	55.649.681	24.541.703	86.327.093