

5.1.1. RISCHIO DI CREDITO

CDP è esposta a rischi di natura creditizia in primo luogo nell'attività d'impiego (Gestione Separata e Gestione Ordinaria) e, secondariamente, nell'attività di copertura in derivati e di Securities Financing (si veda la sezione successiva dedicata al rischio di controparte). La Gestione Separata, tradizionalmente caratterizzata da esposizioni verso lo Stato e gli enti locali, ha visto negli ultimi anni una progressiva crescita delle esposizioni verso gruppi bancari operanti in Italia (in relazione ai programmi di sostegno delle PMI, per la ricostruzione in Abruzzo e a sostegno del mercato immobiliare residenziale); ancora relativamente limitata l'esposizione verso soggetti di natura privatistica impegnati in progetti di interesse pubblico promossi da soggetti pubblici, sebbene nel corso del 2013 CDP abbia perfezionato alcune importanti operazioni nel settore delle infrastrutture. In Gestione Ordinaria figurano, invece, finanziamenti di tipo corporate e project finance finalizzati all'attività di fornitura di pubblici servizi.

Il Regolamento del Credito, approvato dal Consiglio di Amministrazione, delinea i principi seguiti da CDP nelle proprie attività di finanziamento e disciplina il funzionamento del processo del credito ed i ruoli delle unità organizzative coinvolte. Nel corso del 2013 è stato istituito nell'ambito dell'Area RMA il servizio "Monitoraggio e Controllo Creditizio" in cui sono state concentrate le attività di controllo creditizio di secondo livello e di monitoraggio creditizio. Nella prima fase l'operatività ha riguardato principalmente l'istruttoria (a supporto della "second opinion" di competenza del Comitato Rischi) sulle nuove operazioni creditizie in favore di singole controparti/gruppi con esposizione al di sopra dei limiti menzionati nel precedente paragrafo. Inoltre è stato sviluppato il controllo nell'ambito del monitoraggio creditizio del portafoglio crediti.

CDP dispone di una serie di modelli di rating sviluppati da provider esterni specializzati. In particolare CDP utilizza modelli di rating per le seguenti classi di crediti:

- enti pubblici (modello quantitativo di tipo "shadow rating"²⁵),
- banche (modello quantitativo di tipo "shadow rating"),
- piccole e medie imprese (modello quantitativo basato su dati storici di insolvenza),
- grandi imprese (modello quantitativo di tipo "shadow rating") e

²⁵ Un modello di tipo "shadow rating" viene calibrato con l'obiettivo di replicare il più fedelmente possibile i rating attribuiti da una agenzia di rating, per estendere la copertura a controparti per le quali non siano disponibili rating pubblici.

- project finance (scorecard quali/quantitativa calibrata in ottica "shadow rating").

I criteri di utilizzo di questi modelli e di attribuzione dei rating interni e dei recovery rate sono normati dalla Rating e Recovery rate policy, inizialmente introdotta nel 2012, che nel corso del 2013 è stata rivista, definendo i principali elementi di trattamento delle controparti bancarie alla luce della crescente rilevanza delle esposizioni verso le stesse.

Il nuovo modello di valutazione parametrica di comuni e amministrazioni provinciali, che consente di classificare tali enti in categorie omogenee di rischio (scoring) al fine di individuare i casi nei quali è necessario un approfondimento sul merito creditizio, è entrato in funzione nel 2013. L'Area RMA ha inoltre intrapreso l'analisi delle variabili esplicative (cosiddetta "long list") individuate dall'Area Crediti con l'obiettivo di giungere nel corso del 2014 a sviluppare un modello di scoring per gli istituti di credito.

Nel 2013 CDP ha mantenuto un presidio costante del rischio di credito. In particolare è stata mantenuta la calibrazione effettuata nel 2012 del modello proprietario di portafoglio per affiancare alle misure basate su probabilità di default medie di lungo periodo ("through-the-cycle") misure che tengono conto di una correzione per il ciclo economico sfavorevole. Nel corso del 2013 le evoluzioni sui mercati degli spread sovrani hanno continuato a guidare l'andamento dello spread di funding, che, insieme ai margini che CDP deve applicare per coprire la perdita attesa e inattesa sui crediti, costituisce uno dei principali driver del livello complessivo dei tassi di impiego. In Gestione Separata è proseguita l'attività di supporto all'economia, erogato veicolando attraverso il sistema bancario i fondi del Risparmio Postale con lo scopo di stimolare e supportare la concessione di credito a medio-lungo termine alle PMI. L'esposizione di CDP verso il settore bancario italiano è di conseguenza aumentata e, a fine 2013, tra le dieci maggiori esposizioni di portafoglio figurano i tre maggiori gruppi bancari italiani. Dal punto di vista della mitigazione del rischio di credito la nuova operatività tramite banche è stata, nella quasi totalità²⁶, assistita dalla cessione in garanzia a CDP dei crediti vantati dalle banche verso le PMI.

²⁶ L'eccezione è rappresentata dai finanziamenti a valere sul cd. Nuovo Plafond PMI - Crediti vs PA, caratterizzati da una durata massima di 12 mesi. Successivamente al 2013, tale prodotto non è più attivo e le risorse originariamente dedicate a favorire il pagamento dei debiti della PA nei confronti delle imprese sono state destinate al finanziamento degli investimenti delle PMI. A seguito di questa riallocazione, questo prodotto prevede la cessione in garanzia a favore di CDP dei crediti sottostanti.

CDP quantifica il rischio di credito avvalendosi di un modello interno che simula le perdite da insolvenza su un orizzonte pluriennale sotto diversi scenari. CDP si avvale in particolare di misure quantitative come la Tail Conditional Expectation (TCE), definita come valore atteso delle perdite che si verificano negli scenari più sfavorevoli, vale a dire quelli che hanno probabilità inferiore ad una soglia prestabilita²⁷. Per allocare capitale a fronte del rischio creditizio, in particolare, viene considerata la differenza tra la TCE e la perdita attesa, che rappresenta il valore medio delle perdite calcolato su tutti gli scenari, non solo su quelli più sfavorevoli. A fine 2013 la misura di rischio TCE netta è pari a 3,5 miliardi di euro, corrispondente al 4,7% della Esposizione al Default complessiva.

Una misura sintetica della concentrazione su singoli clienti o gruppi di clienti connessi è data dal rapporto fra la media delle prime 20 esposizioni creditizie e le risorse patrimoniali di CDP. A fine 2013 tale misura si colloca al livello 8,8%.

Nel 2013 le politiche di rischio di CDP sono state dettagliate ulteriormente al fine di migliorare il processo di gestione del rischio di concentrazione, con l'adozione di un sistema di limiti e di indirizzi di composizione del portafoglio creditizio, declinati con riferimento alle risorse patrimoniali di CDP. In particolare è stata introdotta la previsione obbligatoria del parere del Comitato Rischi, quale second opinion, con riguardo alle operazioni che comportino esposizioni rientranti nei criteri definiti dall'Amministratore Delegato, all'interno di limiti di credito approvati dal Consiglio di Amministrazione. Tali limiti sono declinati verso il basso in funzione del rating interno e del tasso di recupero atteso in caso di default, determinando quindi una "escalation" dell'iter deliberativo per le posizioni caratterizzate da maggiore rischiosità. Sono inoltre previste altre casistiche relative alla concomitanza di esposizioni creditizie ed in strumenti di equity, fermo restando che l'assunzione di rischi verso società controllate e collegate non può superare specifiche soglie parametrizzate al patrimonio netto di CDP e della partecipata, oltre le quali si rende necessaria un'esplicita approvazione del Consiglio di Amministrazione.

In accordo con le politiche aziendali e in coordinamento con l'Area Crediti, RMA ha avviato un'operazione di ulteriore rafforzamento del presidio sul censimento delle connessioni fra gruppi. Questa attività si colloca in un più ampio ambito di consolidamento dei processi e delle procedure informatiche a supporto degli iter creditizi di assegnazione del rating, concessione, monitoraggio e recupero crediti.

²⁷ Viene considerata in particolare la TCE su un orizzonte decennale, ad un livello di confidenza calibrato in funzione di un rating "AA-". La TCE rappresenta una misura di rischio per molti versi simile al Value-at-Risk (VaR), ma presenta proprietà matematiche che la fanno spesso preferire, specie nell'ambito del rischio di credito. CDP monitora comunque anche misure di VaR sul portafoglio creditizio, calcolate con lo stesso modello interno.

5.1.2. RISCHIO DI CONTROPARTE

In continuità con il passato, al fine di mitigare il rischio di controparte riveniente da operazioni in derivati, la nuova operatività è ammessa solo con controparti con le quali sia in essere un accordo quadro di compensazione (secondo lo standard ISDA 2002) assistito da Credit Support Annex che preveda lo scambio di garanzie reali. Nel corso dell'esercizio è stata ulteriormente incrementata la frequenza di calcolo e di regolamento per alcuni dei Credit Support Annex già in essere, aumentandone quindi l'efficacia nel contenere l'esposizione. A fine 2013 CDP dispone di 25 accordi quadro di compensazione che prevedono scambio di garanzie reali tra CDP e le corrispondenti controparti bancarie.

Considerando la rilevanza dell'attività di Securities Financing, nel corso del 2013 sono state rinnovate le parti della Risk Policy che normano le esposizioni di natura creditizia che CDP può assumere in tale ambito. Dal punto di vista della mitigazione del rischio connesso a tali attività, la maggior parte delle operazioni in pronti contro termine è stata svolta con la controparte centrale Cassa di Compensazione e Garanzia, beneficiando di solidi meccanismi di protezione dal rischio di controparte.

A fine 2013 risultano attivi 4 accordi quadro di compensazione che prevedono scambio di garanzie reali tra CDP e le corrispondenti controparti bancarie (GMRA - Global Master Repurchase Agreement, secondo lo standard ISMA 2000).

5.1.3. RISCHIO TASSO DI INTERESSE E INFLAZIONE

Il profilo di rischio tasso d'interesse a cui è esposta CDP non è immediatamente sovrapponibile a quello usualmente riscontrabile in ambito bancario, principalmente a causa dell'opzione di rimborso anticipato che caratterizza i BFP. In relazione all'emissione di BFP indicizzati ai prezzi al consumo, CDP è esposta anche al rischio inflazione, che viene trattato nello stesso quadro di misurazione e gestione del rischio tasso d'interesse. Tale complesso profilo di rischio è presidiato con modelli e metodologie che CDP ha sviluppato nel tempo, anche facendo leva sull'importante patrimonio informativo rappresentato dai dati storici sull'andamento di rimborsi e sottoscrizioni, e che prevedono un articolato approccio alla misurazione.

L'articolazione riguarda tre dimensioni:

- le diverse manifestazioni del rischio di tasso, valore economico (nelle sue diverse componenti) e rischio margine d'interesse;
- l'utilizzo di diversi livelli di risoluzione dell'analisi, tradotti in un orizzonte giornaliero per avere una misura passibile di backtesting ed atta a fornire

prontamente indicazioni operative, ed in un orizzonte annuale per la quantificazione del capitale economico; i due livelli di risoluzione dell'analisi sono tra loro legati e riflettono un approccio metodologico unitario in termini di fattori di rischio e logiche valutative;

- l'affiancamento all'analisi statica (a masse di bilancio correnti) con un'analisi dinamica che considera i volumi prospettici di raccolta e impieghi.

Nel corso della prima parte dell'anno CDP ha proseguito la propria azione di contenimento dell'esposizione netta positiva all'aumento dei tassi di interesse²⁸. Il livello di esposizione è passato da +18 milioni a fine 2012 a +14,2 milioni di euro alla fine del primo semestre 2013. Nel corso del semestre successivo, il rialzo dei tassi IRS ha reso non necessari ulteriori interventi di ALM, con un livello di esposizione a fine 2013 in ulteriore diminuzione a +10,2 milioni.

L'esposizione all'inflazione è passata da -3 milioni di euro a fine 2012 a -2,7 milioni di euro a fine giugno 2013, registrando un successivo aumento nell'ultima parte dell'anno a -3,4 milioni per l'incremento dei volumi di sottoscrizioni dei BFP indicizzati all'inflazione.

L'impatto dei tassi d'interesse e dell'inflazione è monitorato anche misurando l'effetto sul valore economico di CDP di movimenti paralleli di 100 punti base delle strutture a termine di questi due fattori di rischio. Tali effetti²⁹ sono rappresentati nella seguente tabella con riferimento alla fine del secondo semestre 2013 e mostrano un andamento analogo alle misure puntuali di sensitivity:

(miliardi di euro)

Movimento	Effetto movimento tassi d'interesse	Effetto movimento tassi d'inflazione
+100 punti base	+0,6	(0,35)
-100 punti base	(1,6)	+0,31

Oltre alle misure di sensitivity e agli effetti di movimenti paralleli delle strutture a termine di tassi d'interesse e inflazione, CDP monitora una serie di misure di

²⁸ Definita come esposizione ad un aumento di 1 punto base dei tassi zero coupon su tutte le scadenze.

²⁹ Rispetto a queste stesse misure di esposizione sono stabiliti limiti approvati dal Consiglio di Amministrazione.

esposizione e di rischio, tra cui il VaR delle poste di bilancio il cui valore economico è sensibile ai tassi. Nel corso del primo semestre 2013 l'andamento del VaR di tasso e inflazione³⁰, derivante *in toto* dall'esposizione del portafoglio bancario, è passato da 638 milioni di euro a fine giugno 2013 a 295 milioni di euro a fine 2013, in risposta alla sensibile diminuzione della volatilità riscontrata nel semestre. CDP effettua inoltre prove di stress che evidenziano l'effetto, in termini di valore economico delle poste del portafoglio bancario, di diversi movimenti dei tassi d'interesse e delle volatilità.

5.1.4. RISCHIO DI LIQUIDITÀ

Il buffer di liquidità costituito dal conto corrente di Tesoreria si attesta a fine esercizio su livelli ampiamente superiori ai limiti stabiliti. I limiti di trasformazione delle scadenze adottati da CDP per la Gestione Ordinaria (priva di raccolta retail) sono stati rispettati con un significativo margine prudenziale.

Il rimborso della provvista ottenuta in occasione della LTRO è stato modulato tenendo conto dell'andamento della raccolta postale ed è in linea con quanto programmato.

Alla fine del primo semestre 2013 CDP si è dotata di un nuovo Contingency Funding Plan (CFP) rivedendo il processo di approvazione/attuazione esposto nel precedente documento. Il CFP descrive i processi e le strategie di intervento adottate da CDP per gestire eventuali crisi di liquidità, siano esse di origine sistemica - dovute ad un improvviso deterioramento dei mercati monetari e finanziari - o causate da difficoltà idiosincratice dell'istituzione. Il monitoraggio degli indicatori di early-warning effettuato nel corso del secondo semestre del 2013 non ha evidenziato criticità.

Nella seconda parte del 2013 CDP ha attivato la raccolta tramite EMTN anche per la Gestione Separata.

5.1.5. RISCHIO OPERATIVO

Nel corso del 2013 è stato progettato, costruito e messo in produzione l'applicativo informatico "LDC" (Loss Data Collection) per la raccolta dei dati interni di perdita operativa. La progettazione dell'applicativo è stata realizzata anche nella prospettiva di poter aderire al DIPO, il database italiano delle perdite

30 Definito come il Value-at-Risk al livello di confidenza del 99% sull'orizzonte di dieci giorni, calcolato secondo un metodo di simulazione storica che tiene conto delle condizioni di volatilità correnti. Il Value-at-Risk al livello di confidenza 99% rappresenta una stima del livello di perdita che viene ecceduto solo nell'1% dei casi.

operative gestito da ABIServizi S.p.A., al quale partecipano Poste Italiane e gran parte dei gruppi bancari operanti nel paese.

E' stato altresì concluso il progetto pilota dell'attività di valutazione del livello di esposizione ai rischi operativi. Il progetto ha riguardato l'analisi di uno dei principali processi rientranti nel core business di CDP, recentemente interessato da significative innovazioni di processo e di sistema. I risultati della valutazione saranno utilizzati a fini gestionali per la prevenzione e l'attenuazione dei rischi operativi, a garanzia di un costante monitoraggio del profilo di rischio dell'istituzione.

Il framework metodologico adottato per la valutazione del livello di esposizione ai rischi operativi contempla le principali categorie di rischi aziendali e, nell'ambito di una gestione integrata, le loro interrelazioni reciproche. A tal proposito, il modello dei fattori di rischio operativo è stato integrato con i fattori di rischio di riciclaggio, al fine di uniformare i criteri di identificazione dei rischi ex Decreto Legislativo 21 novembre 2007, n. 231 con quelli dei rischi operativi.

La metodologia adottata per la valutazione dei rischi operativi è stata presa a riferimento anche per l'esecuzione della fase di BIA (Business Impact Analysis) nell'ambito del progetto di implementazione del Piano di Continuità Operativa di CDP.

In linea con la missione di curare lo sviluppo e la diffusione di una cultura dei rischi operativi all'interno della Società, sono stati realizzati interventi di formazione rivolti al personale coinvolto in qualità di referente dei rischi operativi per la propria unità organizzativa di appartenenza.

5.1.6. RISCHIO RICICLAGGIO E FINANZIAMENTO DEL TERRORISMO

A decorrere dal 1 gennaio 2014, CDP applica le disposizioni della Banca d'Italia di cui al "Provvedimento recante disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela, ai sensi dell'art. 7, comma 2, del Decreto Legislativo 21 novembre 2007, n. 231". Al riguardo, nel corso del 2013 sono stati realizzati gli interventi per l'adeguamento al citato Provvedimento ed in particolare: (i) implementazione di soluzioni di natura informatica volte a supportare il processo di attribuzione di un profilo di rischio alla propria clientela, sulla base degli elementi di valutazione indicati dalla normativa sia primaria che secondaria nonché di qualunque altro ulteriore elemento ritenuto rilevante da CDP per la propria operatività; (ii) revisione della normativa interna, con particolare riferimento alla formulazione di una politica di accettazione delle controparti e di

una procedura per la loro conoscenza, che preveda una più scrupolosa diligenza nei riguardi dei rapporti a maggiore rischio, nonché il loro monitoraggio attivo al fine di rilevare eventuali attività sospette; (iii) attivazione di flussi informativi sui profili di rischio assegnati alle controparti in comune dalle Società controllate da CDP e rientranti nel perimetro di applicazione del D. Lgs. 231/2007 nonché sulle segnalazioni di operazioni sospette.

Alla luce delle evoluzioni previste con l'entrata in vigore del Provvedimento della Banca d'Italia sull'adeguata verifica della clientela, sono stati realizzati interventi formativi rivolti a tutto il personale interessato, che hanno avuto ad oggetto i nuovi obblighi normativi e le conseguenti modifiche delle procedure interne. Inoltre, nel corso dell'anno, specifici interventi di formazione hanno coinvolto il personale del Servizio Antiriciclaggio, al fine di assicurare il continuo aggiornamento in merito all'evoluzione della normativa e dei rischi di riciclaggio. In linea con gli orientamenti della normativa di vigilanza nonché con le best practices a livello sia nazionale che internazionale, CDP ha implementato un'attività per la valutazione del livello di esposizione al rischio di coinvolgimento, anche inconsapevole, in attività illecite connesse con il riciclaggio o con il finanziamento al terrorismo. A tal fine, ed anche nell'ottica di assicurare una gestione integrata dei rischi, l'attività di identificazione dei fattori di rischio di riciclaggio viene effettuata in sinergia con la funzione per la gestione dei rischi operativi nell'ambito del progetto di valutazione dell'esposizione complessiva di CDP ai rischi operativi aziendali.

5.1.7. RISCHI CONNESSI ALLE PARTECIPAZIONI

CDP si caratterizza per un rilevante portafoglio di partecipazioni (quotate e non) e quote di fondi. I criteri di misurazione e gestione del rischio associato alle partecipazioni e ai fondi sono stabiliti dal Regolamento Rischi e comprendono, tra l'altro, specifiche prove di stress, in particolare sulle interessenze quantitativamente più rilevanti in società quotate.

5.1.8. ALTRI RISCHI RILEVANTI

CDP non intraprende attività di trading, ma nell'ambito della propria operatività può essere esposta a rischi di mercato ulteriori rispetto ai rischi azionari legati al portafoglio partecipativo e a quelli di tasso e inflazione relativi al portafoglio bancario.

Nello specifico, CDP è esposta al rischio azionario riveniente dall'emissione di BFP indicizzati allo Euro Stoxx 50; tale rischio è coperto gestionalmente tramite

l'acquisto di opzioni speculari a quelle implicite nei Buoni. Con cadenza almeno trimestrale viene effettuato il monitoraggio della componente di rischio equity dovuta al disallineamento tra i nozionali delle opzioni vendute e acquistate, causato dal realizzarsi di profili di rimborso diversi da quelli stimati.

L'esposizione netta è valutata e monitorata anche mediante l'applicazione di scenari di stress combinati che contemplano una diminuzione dell'indice Euro Stoxx 50 pari a -8% e una diminuzione proporzionale della superficie di volatilità dell'indice pari a -25%; l'impatto di tale scenario a fine esercizio 2013 è pari a -21,3 milioni di euro; le risultanze del monitoraggio e degli stress test vengono impiegate, tra l'altro, nella decisione di eventuali programmi di estinzione anticipata delle coperture in essere.

CDP può assumere rischio di cambio attraverso l'emissione e/o all'acquisto di titoli obbligazionari denominati in valuta estera e all'eventuale concessione di finanziamenti denominati in valuta estera. In linea generale CDP intraprende tali attività solo ponendo in essere adeguate forme di copertura del rischio valutario. Nel caso dei titoli obbligazionari in valuta estera, sia emessi che acquistati, la copertura avviene mediante operazioni di Cross Currency Swap che rendono i flussi di cassa di CDP equivalenti a quelli di un'emissione in Euro.

Con riferimento ai rischi di conformità normativa, un presidio rilevante è costituito dal Comitato di Ammissibilità, un organo collegiale istituito nel 2010 che ha il compito di esprimere pareri su operazioni, nuove iniziative e nuovi prodotti. Per questi ultimi il Comitato si esprime in merito alla processabilità sotto il profilo legale, finanziario, operativo, amministrativo-contabile e di rischio.

Per maggiori dettagli sui rischi e sulle relative politiche di copertura si rimanda alla Nota integrativa.

5.2. MONITORAGGIO DEI RISCHI DELLE SOCIETÀ SOTTOPOSTE A DIREZIONE E COORDINAMENTO

Il Regolamento di Direzione e Coordinamento prevede che:

- le attività di monitoraggio dei rischi delle società controllate facciano capo al Responsabile dell'Area Risk Management ("RMA") della Capogruppo, posto a diretto riporto dell'Amministratore Delegato;
- le società controllate condividano con CDP le regole di assunzione dei rischi propedeuticamente alla loro approvazione; gli organi delle società controllate approvino le strategie e le policy di rischio delle relative società, assicurando la coerenza delle stesse con le regole di assunzione

dei rischi della Capogruppo e informino quest'ultima dell'avvenuto recepimento; l'Area RMA della Capogruppo monitori la corretta adozione, da parte delle società controllate, delle nuove regole di assunzione dei rischi;

- le unità organizzative Risk Management delle società controllate predispongano ed inviino all'Area RMA della Capogruppo, con una frequenza adeguata alla specifica tipologia di rischio, un set informativo periodico assicurando il rispetto dei requisiti funzionali stabiliti dalla Capogruppo.

Da un punto di vista organizzativo, SACE ha una struttura di risk management responsabile per le attività delle società dalla stessa controllate, sottoposte a direzione e coordinamento: SACE BT e SACE Fct. Per quanto riguarda CDPI SGR, l'attività è svolta in outsourcing da parte dell'Area RMA di CDP con il supporto di una risorsa interna a CDPI SGR, mentre nel caso di FSI le attività di risk management sono affidate alla Direzione Risk Management della società partecipata, che agisce sotto la supervisione della Capogruppo. Nel caso di Fintecna, Quadrante e CDP GAS, non è presente allo stato attuale una struttura dedicata, mentre per quanto riguarda SIMEST è stata prevista ed è in corso di attivazione l'esternalizzazione dell'attività presso la Capogruppo. Infine, sono in via di condivisione con CDP le nuove procedure per il monitoraggio dei rischi in relazione al gruppo Fintecna Immobiliare nonché il piano di azione per la conseguente implementazione.

Rischi di natura creditizia e di sottoscrizione

Le società sottoposte a direzione e coordinamento sono soggette a rischi di natura creditizia. In tale ambito l'attività di SACE assume un ruolo di rilevanza primaria. La società è esposta, in primo luogo, ad un rischio tecnico, inteso come rischio di sottoscrizione e rischio del credito. Il primo, associato al portafoglio delle polizze, è il rischio di incorrere in perdite economiche derivanti dall'andamento sfavorevole della sinistralità effettiva rispetto a quella stimata (rischio tariffazione) o da scostamenti tra il costo dei sinistri e quanto riservato (rischio riservazione). La parte quantitativamente preponderante ha natura prettamente creditizia, nel senso che gli eventi assicurati sono identificabili con il default di una entità. Il rischio di sottoscrizione comprende tuttavia anche altre tipologie di rischio (es. rischio politico).

In secondo luogo SACE è esposta al rischio di default e migrazione del merito di credito della controparte su poste di bilancio come crediti e titoli obbligazionari, nonché al rischio di controparte su contratti derivati.

Il rischio di sottoscrizione e gli altri rischi di natura creditizia sono governati attraverso le politiche di pricing e riservazione, definite secondo la pratica di mercato, le politiche assuntive, le tecniche di monitoraggio e gestione attiva del portafoglio nonché – laddove possibile – attraverso la ricerca attiva di soluzioni per la mitigazione del rischio (come, ad esempio, riassicurazioni e coperture). In particolare, l'analisi e misurazione del rischio di portafoglio di sottoscrizione viene realizzata attraverso modelli quantitativi che consentono di catturare l'esposizione al rischio, le relative perdite potenziali, nonché di calcolare la riserva premi sulla base della perdita attesa del portafoglio. Attraverso misure di Value at Risk viene valutata la perdita inattesa per il calcolo dell'assorbimento di capitale relativo al portafoglio di sottoscrizione, ovvero il livello di capitale economico minimo che la società deve detenere per far fronte ai rischi che ha in portafoglio, data una preferenza al rischio. Le misure di rischio sono inoltre corredate da analisi di scenario e stress testing, utili per la stima delle perdite potenziali in caso di crisi eccezionali di mercato.

La società è anche esposta al rischio di concentrazione derivante da esposizioni verso singole entità, gruppi di entità connesse ed entità del medesimo settore economico o appartenenti alla medesima area geografica, ed ha definito policy interne mirate a regolare la presa di rischio.

SIMEST è esposta al rischio finanziario/di credito correlato all'attività di investimento in partecipazioni. Per la gestione del suddetto rischio, la società effettua nell'ambito dei controlli di primo livello – per il tramite del preposto Dipartimento – un'approfondita valutazione delle proposte d'investimento sottoposte alla propria attenzione, riferita sia alla società proponente che all'iniziativa d'investimento stessa. A tale riguardo, l'iter prevede che si parta da un esame della situazione economico-finanziaria, dei bilanci e del piano industriale dell'azienda partner (esteso eventualmente al gruppo economico di appartenenza) e dei principali aspetti competitivi che caratterizzano l'attività della stessa, analizzando contestualmente le potenzialità e la coerenza (sul piano dimensionale e su quello operativo/settoriale) del progetto di investimento nell'ambito del piano strategico complessivo della società italiana. L'analisi tiene peraltro conto dei rapporti eventualmente già in essere con la medesima azienda e con il gruppo nel suo complesso (nell'ottica di evitare concentrazioni eccessive di portafoglio). Gli esiti dell'istruttoria sono sintetizzati nella proposta di partecipazione, presentata al Comitato Investimenti interno; qualora ritenuta valida e di interesse – tenuto conto anche del rischio finanziario/di credito correlato e delle modalità di gestione e riduzione dello stesso – la proposta viene portata all'attenzione del Consiglio di Amministrazione di SIMEST per la definitiva approvazione.

In fase di acquisizione delle partecipazioni vengono riscontrate tutte le indicazioni, le eventuali condizioni stabilite dal C.d.A. di SIMEST ed acquisite le eventuali garanzie. Viene altresì monitorato nel tempo il rischio finanziario/di credito del partner italiano e della partecipata sulla base della acquisizione delle documentazioni contabili periodiche e dei dati gestionali. L'attività di monitoraggio del partner italiano e dei garanti corporate avviene anche tramite l'ausilio di specifiche banche dati.

Il rischio relativo all'investimento in partecipazioni viene in primo luogo ridotto attraverso l'acquisizione di impegni diretti dei partner italiani per il riacquisto a termine delle quote di partecipazione di SIMEST nelle iniziative all'estero, in parte assistiti da fideiussioni corporate e da garanzie bancarie o assicurative. Queste forme di riduzione del rischio di investimento fanno emergere rischi di controparte connessi al mancato adempimento.

CDP GAS, tramite la propria partecipata TAG, è esposta al rischio di credito derivante da potenziali perdite associate al mancato adempimento delle obbligazioni assunte dalle controparti. Tale rischio è parzialmente mitigato dalla presenza di garanzie fideiussorie a supporto dei contratti stipulati concesse da banche che soddisfano requisiti minimi in termini di rating.

Per quanto riguarda CDPI SGR, il rischio di credito è marginale e sostanzialmente limitato al rischio Repubblica Italiana derivante dall'investimento della liquidità (i titoli di Stato in portafoglio hanno scadenze residue brevi-medie, non superiori ai quattro anni). Risk Management verifica che ciascun investimento della liquidità in strumenti finanziari avvenga nel rispetto dei limiti qualitativi e quantitativi fissati dal Consiglio di Amministrazione. CDPI SGR incorre, inoltre, in un rischio di credito nei confronti dei fondi gestiti (FIA e FIV) per l'importo delle commissioni e, indirettamente, dei sottoscrittori degli stessi, considerata la natura di fondi a richiamo. Va rilevato, a questo riguardo, che allo stato attuale pressoché metà del patrimonio del FIA e la totalità del patrimonio del FIV sono stati sottoscritti dal socio di controllo della SGR. Per quanto riguarda il FIA, inoltre, si nota che tra gli investitori figura il Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti. Essendo il fondo riservato esclusivamente ad investitori qualificati, i restanti sottoscrittori rientrano generalmente nel novero di soggetti bancari, assicurativi, previdenziali, di comprovato standing. Il rischio di credito nei confronti dei sottoscrittori è in ogni caso mitigato da apposite clausole presenti in ciascun regolamento a tutela della SGR e dei fondi in caso di inadempimento (ad esempio, penali a carico dei sottoscrittori in caso di mancati versamenti).

Fintecna è esposta ad un rischio di controparte legato alla liquidità depositata presso banche e alle operazioni di prestito titoli. Un'ulteriore fonte di rischio di credito è il portafoglio titoli, comunque prevalentemente investito in emissioni della Repubblica Italiana ed esposto alle oscillazioni dello spread sovrano. A questo proposito si segnala che dal secondo trimestre 2014 Fintecna adotterà le Linee Guida per la Gestione della Tesoreria predisposte da CDP che, tra l'altro, regolano i criteri minimi di investimento della liquidità anche in termini di rischio di controparte.

In merito al gruppo Fintecna Immobiliare, il rischio di credito direttamente assunto è associato prevalentemente ai crediti commerciali vantati dalla holding verso le partnership, dei quali viene verificata periodicamente la recuperabilità. Tali rischi sono riflessi nelle valutazioni periodiche dei crediti in essere e nella determinazione di eventuali svalutazioni.

Rischio tasso di interesse

Nel caso del gruppo SACE, il rischio tasso di interesse nel portafoglio bancario è un rischio specifico dell'operatività di SACE Fct ed è riferito ad attività diverse da quelle allocate nel portafoglio di negoziazione. Tale rischio è monitorato nell'ambito del processo ICAAP di SACE Fct, secondo quanto previsto dalle Istruzioni di Vigilanza. I rischi di tasso d'interesse presenti nelle attività delle altre società del gruppo SACE sono gestiti nell'ambito dei rischi di mercato.

Per quanto riguarda Fintecna, l'esposizione al rischio di tasso risulta connessa essenzialmente a taluni finanziamenti assunti dal gruppo Fincantieri. In coerenza con la politica orientata alla riduzione del possibile impatto delle variazioni dei tassi di riferimento sulla performance economico-finanziaria, sono stati stipulati taluni contratti derivati di copertura. Risulta infine un'esposizione al rischio di tasso in relazione ai titoli di Stato in portafoglio. Il rischio è associato alla variabilità del fair value di tali strumenti al variare dei tassi di interesse.

Per quanto riguarda le società immobiliari, si può considerare una propensione alla certezza del costo del debito. Nella presente fase ciclica, le strategie adottate tengono conto degli incentivi offerti dal basso livello dei tassi variabili. L'esposizione al rischio di tasso del gruppo Fintecna Immobiliare, risulta connessa essenzialmente alle passività finanziarie a medio-lungo termine della holding e di alcune imprese partecipate per mutui e finanziamenti a tasso variabile assunti sia per l'acquisto degli immobili che per le esigenze di sviluppo dell'attività. Al fine di ridurre il possibile impatto delle variazioni dei tassi sulla performance economico-finanziaria viene periodicamente verificata, rispetto alle quotazioni di mercato,

l'opportunità di stipulare contratti derivati di natura non speculativa: alla data di riferimento non risultano in essere tali operazioni di copertura in quanto non sono state ritenute convenienti.

Anche per Quadrante non risultano coperture in essere, anche in ragione del limitato ammontare delle passività bancarie a tasso variabile.

Nel caso di FSI si segnala che l'assenza di debito, unita alla tipologia dei depositi attivi in cui è investita la liquidità, limita il rischio di tasso di interesse. Trascurabili per ora gli effetti associati al core business.

Per quanto riguarda SIMEST, in relazione ai tassi praticati su alcune linee di credito a breve termine, per le quali si ritiene probabile il rinnovo data la natura della società, è stato ritenuto opportuno effettuare operazioni di copertura gestionale tramite interest rate swap. Sempre in ambito di rischio tasso di interesse, la società è esposta al rialzo dei tassi nella misura in cui i tassi passivi sono variabili e possono quindi portarsi al di sopra del livello incorporato nel provento da investimenti in partecipazioni.

Per quanto riguarda CDPI SGR, sulla scorta delle previsioni dei flussi di liquidità vengono acquistati titoli di Stato classificati contabilmente nella categoria "detenuti fino a scadenza" (HTM) e strumenti come Buoni fruttiferi postali, anche indicizzati all'inflazione. Il portafoglio risulta così avere una limitata esposizione ai tassi e all'inflazione.

Rischio liquidità

Per quanto riguarda SACE, è utile precisare che in termini generali per i portafogli assicurativi non sono rilevabili significativi rischi di liquidità in quanto, in aggiunta a forme tecniche di sottoscrizione che consentono una ripartizione nel tempo della liquidazione dell'eventuale sinistro, la politica degli investimenti è coerente con le specifiche esigenze di liquidità degli stessi. Tutti gli strumenti contenuti nei portafogli di negoziazione a copertura delle riserve tecniche sono riconducibili a titoli negoziati su mercati regolamentati, e la ridotta vita media del complesso degli investimenti assicura una rapida rotazione degli stessi. Il rischio di liquidità risulta, invece, rilevante per SACE Fct e si configura essenzialmente come funding liquidity risk: più in particolare, è riferito allo stato di difficoltà di far fronte in maniera efficiente ai deflussi di cassa, correnti e futuri, e/o di adempiere ai propri impegni operativi di business, dovuto alla chiusura dei finanziamenti in essere e/o all'incapacità della società di reperire fondi sul mercato senza incorrere in perdite in conto capitale o costi troppo elevati della provvista. Si segnala che SACE Fct sta procedendo alla definizione di una

specific policy per la gestione del rischio di liquidità, in ottemperanza allo schema della normativa prudenziale di riferimento.

Per quanto riguarda Fintecna, sulla base delle valutazioni del management, le disponibilità finanziarie del gruppo garantiscono sufficienti risorse per fronteggiare il rischio di liquidità. Inoltre, al fine di garantire flessibilità nella gestione della tesoreria, il gruppo mantiene alcune linee di fido che alla data di riferimento risultano pressoché inutilizzate, considerata anche l'attuale capacità di autofinanziamento.

Per quanto riguarda il gruppo Fintecna Immobiliare, il rischio di liquidità è particolarmente rilevante in ragione delle attività in essere e della situazione di mercato, nonché della struttura del passivo. Tale rischio è accentuato per le società a controllo congiunto in considerazione delle difficoltà emerse negli ultimi anni nella compagine societaria di molti dei soci delle partnership. Con riferimento a tale aspetto, sono state condivise con CDP delle linee di intervento finalizzate a risolvere le situazioni di criticità manifestatesi nelle società veicolo. Sono inoltre in corso contatti con gli istituti finanziatori sia per il rifinanziamento dell'indebitamento bancario scaduto che per il reperimento delle ulteriori linee necessarie al completamento delle iniziative in corso; la società ritiene che tali contatti dovrebbero definirsi nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda FSI si segnala che, allo stato attuale, la dotazione patrimoniale è superiore agli investimenti effettuati e la liquidità in eccesso è investita in depositi presso CDP.

SIMEST investe in partecipazioni usando anche debito come fonte di finanziamento. Tale aspetto accresce il rischio di liquidità che la società gestisce: i) disegnando opportunamente la struttura per scadenze del passivo; ii) con una puntuale analisi dei flussi finanziari aziendali, soprattutto in relazione agli investimenti in partecipazioni, tenuto conto anche della possibilità di regolare sia i flussi in entrata delle partecipazioni, attraverso l'esercizio delle opzioni di exit, che i flussi in uscita, regolando l'ammontare degli ulteriori investimenti nelle singole partecipazioni; iii) valorizzando il proprio standing nella politica di funding.

Il rischio di liquidità per CDPI SGR viene monitorato mediante un'attenta pianificazione dei flussi di cassa della società (forecast finanziario). I flussi in entrata concernono le commissioni di gestione, nello specifico fissate sino a dicembre 2014 per il FIA mentre in crescita per il FIV a seguito dell'avvio del

Comparto Extra a fine 2013. CDPI SGR dispone di liquidità investita in un paniere di strumenti a vista ed in titoli di Stato con scadenze residue non superiori a quattro anni. Non sono presenti passività finanziarie in bilancio.

Rischi operativi

Per quanto riguarda i rischi operativi si segnala che SACE e SACE BT effettuano periodicamente valutazioni qualitative dei potenziali fattori di rischio (Risk Self Assessment), rilevando e storicizzando le perdite operative effettive attraverso il processo di Loss Data Collection. Questi dati rappresentano l'input del processo di misurazione e gestione dei rischi operativi in linea con i principi ispiratori della normativa di riferimento. Con l'obiettivo di rafforzare il monitoraggio e la mitigazione del rischio in oggetto, anche SACE Fct sta effettuando il primo assessment con riferimento sia alla Loss Data Collection che al Risk Self Assessment.

Il gruppo Fintecna (principalmente la holding e le società dedicate ad attività liquidatorie gestite tramite società di scopo) è esposto ai rischi derivanti dallo sviluppo delle attività di gestione del contenzioso in corso, prevalentemente riferibile alle molteplici realtà societarie, già in liquidazione, incorporate nel corso degli anni. Pur in considerazione della complessità che caratterizza tali situazioni e degli ampi margini d'incertezza circa l'evoluzione delle stesse, gli amministratori aggiornano periodicamente, in base alle loro migliori conoscenze e secondo il loro prudente apprezzamento, le proprie valutazioni in merito alla congruità dei fondi per rischi ed oneri appostati nel bilancio, ritenuti atti a fronteggiare i probabili oneri a carico delle società del gruppo. Le disponibilità liquide del gruppo sono ritenute idonee allo scopo. Il gruppo Fintecna è inoltre esposto ai rischi connessi alle variazioni del quadro normativo di riferimento nei Paesi in cui opera, nonché ai rischi afferenti la tutela dell'ambiente, la salute e la sicurezza nei luoghi di lavoro. A tal riguardo, il gruppo promuove il rispetto delle norme cui è assoggettato e la predisposizione ed aggiornamento di strumenti di controllo preventivi idonei a mitigare i rischi connessi a violazioni di legge.

FSI è esposta indirettamente ai rischi legali derivanti da eventuali contenziosi delle società in portafoglio nonché ai profili 231/01 delle medesime. Una rilevante fonte di rischio operativo è inoltre la gestione delle informazioni privilegiate da parte di FSI che, a scopo di mitigazione, pone in essere una serie di misure organizzative tra cui la tenuta del registro insider.

CDPI SGR ha adottato l'approccio di Capogruppo.