

**| Bilancio consolidato**

timizzazione del rischio di tasso d'interesse nel perseguitamento degli obiettivi definiti e approvati nel piano finanziario. Il gruppo SNAM adotta un modello organizzativo di funzionamento di tipo accentrativo. Le strutture di SNAM, in funzione di tale modello, assicurano le coperture dei fabbisogni, tramite l'accesso ai mercati finanziari (mercato dei capitali e canale bancario), e l'impiego dei fondi, in coerenza con gli obiettivi approvati, garantendo il mantenimento del profilo di rischio entro i limiti definiti.

Al 31 dicembre 2014 l'indebitamento finanziario risulta a tasso fisso per il 69% (64% a fine 2013) e a tasso variabile per il restante 31% (36% a fine 2013).

Al 31 dicembre 2014 il gruppo SNAM utilizza risorse finanziarie esterne nelle forme di prestiti obbligazionari e contratti di finanziamento bilaterali e sindacati con banche e altri istituti finanziatori, sotto forma di debiti finanziari a medio-lungo termine e linee di credito bancarie a tassi di interesse indicizzati sui tassi di riferimento del mercato, in particolare l'Europe Interbank Offered Rate (Euribor) e a tasso fisso.

**Rischio di variazione dei tassi di cambio**

L'esposizione di SNAM al rischio di variazioni dei tassi di cambio è relativa al rischio di cambio sia di tipo "transattivo" (Transaction Risk) sia di tipo "traslativo" (Translation Risk). Il rischio di cambio transattivo è generato dalla conversione di crediti (debiti) commerciali o finanziari in valute diverse da quella funzionale ed è riconducibile all'impatto di fluttuazioni sfavorevoli dei tassi di cambio tra il momento in cui si genera la transazione e il momento del suo perfezionamento (incasso/ pagamento). Il rischio di cambio traslativo è rappresentato da fluttuazioni dei tassi di cambio di valute diverse rispetto alla valuta di consolidamento (euro) che possono comportare variazioni nel patrimonio netto consolidato. L'obiettivo di Risk Management di SNAM è la minimizzazione del rischio di cambio transattivo, anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

Al 31 dicembre 2014 SNAM ha in essere poste in valuta riferibili essenzialmente a un prestito obbligazionario di ammontare pari a 10 miliardi di yen giapponesi con scadenza nel 2019, per un controvalore alla data di emissione di circa 75 milioni di euro, interamente convertito in euro attraverso un contratto derivato di copertura cross currency swap. SNAM non detiene contratti derivati su valute con finalità speculative.

**Rischio di variazione del prezzo del gas naturale**

A partire dal 1° gennaio 2010, l'Autorità per l'Energia Elettrica il Gas e il Sistema Idrico (AEEGSI) ha definito le modalità di corresponsione in natura, da parte degli utenti del servizio all'impresa maggiore di trasporto, dei quantitativi di gas a copertura del fuel gas, delle perdite di rete e del Gas Non Contabilizzato (GNC). Conseguentemente la variazione del prezzo del gas naturale a copertura del fuel gas e delle perdite di rete non rappresenta più un fattore di rischio per SNAM.

A partire dal 1° gennaio 2014, con l'avvio del quarto periodo di regolazione (1° gennaio 2014 - 31 dicembre 2017), l'AEEGSI ha modificato le modalità di corresponsione in natura, da parte degli utenti del servizio all'impresa maggiore di trasporto, dei quantitativi di gas a copertura del Gas Non Contabilizzato (GNC). In particolare, con deliberazione 514/2013/R/gas l'AEEGSI ha definito il livello ammesso del gas non contabilizzato sulla base di un valore fisso per l'intero periodo di regolazione, al fine di incentivare l'impresa maggiore di trasporto a raggiungere ulteriori incrementi di efficienza. In considerazione

del predetto meccanismo di riconoscimento in natura del gas non contabilizzato, permane l'incertezza con riferimento alle eventuali quantità di GNC rilevate in eccesso rispetto alle quantità corrisposte in natura da parte degli utenti del servizio.

### ***Rischio credito***

Il rischio credito rappresenta l'esposizione della società a potenziali perdite derivanti dal mancato adempimento delle obbligazioni assunte dalle controparti. Il mancato o ritardato pagamento dei corrispettivi dovuti potrebbe incidere negativamente sui risultati economici e sull'equilibrio finanziario di SNAM.

Relativamente al rischio di inadempienza della controparte in contratti di natura commerciale, la gestione del credito è affidata alla responsabilità delle unità di business e alle funzioni accentrate di SNAM dedicate, ivi comprese le attività connesse al recupero crediti e all'eventuale gestione del contenzioso. A livello di Corporate sono definiti gli indirizzi e le metodologie per la quantificazione e il controllo della rischiosità del cliente.

Le regole per l'accesso dei clienti ai servizi offerti sono stabilite dall'AEEGSI e sono previste nei Codici di Rete, ovvero in documenti che stabiliscono, per ciascuna tipologia di servizio, le norme che regolano i diritti e gli obblighi dei soggetti coinvolti nel processo di erogazione dei servizi stessi, e dettano clausole contrattuali che riducono i rischi di inadempienza da parte dei clienti. Nei Codici è previsto, in determinati casi, il rilascio di garanzie a parziale copertura di alcune obbligazioni assunte qualora il cliente non sia in possesso di un rating creditizio rilasciato da primari organismi internazionali. La disciplina regolatoria, ha altresì previsto specifiche clausole al fine di garantire la neutralità del responsabile dell'attività di bilanciamento, attività svolta a partire dal 1° dicembre 2011 da SNAM Rete Gas in qualità di impresa maggiore di trasporto. In particolare, la disciplina del bilanciamento prevede l'obbligo da parte di SNAM Rete Gas di acquisire, sulla base di criteri di merito economico, le risorse necessarie a garantire la sicura ed efficiente movimentazione del gas dai punti d'immissione ai punti di prelievo, al fine di assicurare il costante equilibrio della rete, approvvigionare le risorse di stoccaggio necessarie alla copertura dei disequilibri di bilanciamento dei singoli utenti e provvedere al regolamento delle relative partite economiche. SNAM presta i propri servizi di business a un numero limitato di operatori del settore del gas, tra i quali il più significativo per volume di affari è Eni S.p.A. Non può essere escluso, tuttavia, che SNAM possa incorrere in passività e/o perdite derivanti dal mancato adempimento di obbligazioni di pagamento dei propri clienti, tenuto conto anche dell'attuale congiuntura economico-finanziaria che rende l'attività di incasso crediti più complessa e critica.

### ***Rischio liquidità***

Il rischio liquidità rappresenta il rischio che, a causa dell'incapacità di reperire nuovi fondi (funding liquidity risk) o di liquidare attività sul mercato (asset liquidity risk), l'impresa non riesca a far fronte ai propri impegni di pagamento determinando un impatto sul risultato economico nel caso in cui l'impresa sia costretta a sostenere costi addizionali per fronteggiare i propri impegni o, come estrema conseguenza, una situazione di insolvenza che pone a rischio l'attività aziendale.

L'obiettivo di Risk Management di SNAM è quello di porre in essere, nell'ambito del piano finanziario, una struttura finanziaria che, in coerenza con gli obiettivi di business, garantisca un livello di liquidità

## | Bilancio consolidato

adeguato per il gruppo, minimizzando il relativo costo opportunità e mantenga un equilibrio in termini di durata e di composizione del debito.

Come evidenziato nel paragrafo "Rischio di variazione dei tassi di interesse", in attuazione del piano di rifinanziamento del debito SNAM ha avuto accesso a una ampia gamma di fonti di finanziamento attraverso il sistema creditizio e i mercati dei capitali (prestiti obbligazionari, contratti bilaterali, finanziamenti in pool con primarie banche nazionali e internazionali e contratti di finanziamento su provvista della Banca Europea per gli Investimenti - BEI).

SNAM ha come obiettivo il progressivo raggiungimento di una struttura di debito equilibrata, in termini di composizione tra prestiti obbligazionari e credito bancario e di disponibilità di linee di credito bancario committed utilizzabili, in linea con il profilo di business e il contesto regolatorio in cui opera.

Al 31 dicembre 2014 SNAM dispone di linee di credito a lungo termine committed non utilizzate per un importo pari a circa 3,9 miliardi di euro. Alla stessa data, in aggiunta e a integrazione rispetto al ricorso al sistema bancario, il programma Euro Medium Term Notes (EMTN) consente l'emissione, entro il 30 giugno 2015, di ulteriori prestiti obbligazionari per un importo massimo di 1,55 miliardi di euro, da collocare presso investitori istituzionali.

### *Rischio rating*

Con riferimento al debito a lungo termine di SNAM, in data 18 febbraio 2014, Moody's ha confermato il rating di Baa1, innalzando l'outlook da negativo a stabile. La revisione fa seguito ad analoga decisione adottata il 14 febbraio sul debito sovrano italiano.

In data 9 dicembre 2014 l'agenzia di rating Standard & Poor's ha declassato di un notch il rating sul debito a lungo termine di SNAM, che passa da BBB+ a BBB con outlook stabile.

L'azione fa seguito al declassamento di un notch del rating sul debito sovrano della Repubblica Italiana deciso il 5 dicembre 2014 (da BBB a BBB- con outlook stabile).

Il rating a lungo termine di SNAM si posiziona un notch sopra quello della Repubblica Italiana. Sulla base della metodologia adottata dalle agenzie di rating, il downgrade di un notch dell'attuale rating della Repubblica Italiana innesterebbe un aggiustamento al ribasso, di almeno un notch, dell'attuale rating di SNAM.

### *Rischio di default e covenant sul debito*

Il rischio di default consiste nella possibilità che i contratti di finanziamento sottoscritti contengano disposizioni che prevedono la facoltà da parte del soggetto finanziatore di attivare protezioni contrattuali che possono arrivare fino al rimborso anticipato del finanziamento al verificarsi di precise circostanze, generando così un potenziale rischio di liquidità.

Al 31 dicembre 2014 SNAM ha in essere contratti di finanziamento bilaterali e sindacati con banche e altri istituti finanziatori non assistiti da garanzie reali. Alcuni di tali contratti prevedono, *inter alia*, il rispetto di: (i) impegni di negative pledge ai sensi dei quali SNAM e le società controllate sono soggette a limitazioni in merito alla creazione di diritti reali di garanzia o altri vincoli su tutti o parte dei rispettivi beni, azioni o su merci; (ii) clausole *pari passu* e change of control; (iii) limitazioni ad alcune operazioni straordinarie che la società e le sue controllate possono effettuare.

I prestiti obbligazionari emessi da SNAM al 31 dicembre 2014 nell'ambito del programma di Euro Medium Term Notes prevedono il rispetto di covenant tipici della prassi internazionale di mercato che riguardano, *inter alia*, clausole di negative pledge e di *pari passu*.

Il mancato rispetto di tali covenant, nonché il verificarsi di altre fattispecie, alcune delle quali soggette a specifiche soglie di rilevanza, come per esempio eventi di cross default, possono determinare ipotesi di inadempimento in capo a SNAM ed, eventualmente, possono causare l'esigibilità anticipata del relativo prestito. Limitatamente ai finanziamenti BEI è prevista la facoltà del finanziatore di richiedere ulteriori garanzie qualora il rating di SNAM raggiunga il livello BBB- (Standard & Poor's) o Baa3 (Moody's).

Con riferimento alla misura di prevenzione della amministrazione giudiziaria, notificata dal Tribunale di Palermo alla società controllata Italgas l'11 luglio 2014, gli sviluppi intercorsi dalla data del provvedimento sino alla data della presente Relazione, nonché le azioni poste in atto dalla società non determinano i presupposti per l'attivazione delle predette protezioni contrattuali.

### **Rischio operation**

Le attività svolte da SNAM sono soggette al rispetto delle norme e dei regolamenti a livello comunitario, nazionale, regionale, locale.

Gli oneri e i costi associati alle necessarie azioni da mettere in atto per adempiere agli obblighi previsti costituiscono una voce di costo significativa negli attuali esercizi e in quelli futuri.

Il rispetto delle norme e dei regolamenti, oltre che a minimizzare i rischi delle proprie attività, è indispensabile per l'ottenimento delle autorizzazioni e/o di permessi in materia di salute, sicurezza e ambiente. La violazione delle norme vigenti comporta sanzioni di natura penale e/o civile, e per gli specifici casi di violazione della normativa sulla sicurezza e sulla tutela ambientale sono previste sanzioni a carico delle aziende sulla base di un modello europeo di responsabilità recepito anche in Italia (D.Lgs. 231/2001). Non può essere escluso con certezza che SNAM possa incorrere in costi o responsabilità anche rilevanti.

La normativa vigente ha enfatizzato il valore dei modelli organizzativi, finalizzati a prevenire la possibilità di commissione degli illeciti in caso di violazioni delle disposizioni legislative sulla salute e la sicurezza sui posti di lavoro e sull'ambiente, specificando la responsabilità amministrativa delle società.

Attraverso gli strumenti normativi interni e gli strumenti organizzativi, nelle società del gruppo SNAM sono stabilite le responsabilità e le procedure da adottare nelle fasi di progettazione, realizzazione, esercizio e dismissione per tutte le attività delle società, in modo da assicurare il rispetto delle leggi e delle normative interne in materia di salute sicurezza e ambiente.

SNAM e le società da essa controllate si sono dotate di sistemi di gestione per l'ambiente e per la salute e sicurezza dei lavoratori, basati sui principi di una propria Politica di Salute, Sicurezza, Ambiente e Qualità, consolidata ormai da diversi anni in azienda.

La documentazione e l'applicazione dei Sistemi di Gestione di SNAM sono certificati conformemente a normative internazionali.

Nel corso del 2014 sono state effettuate le visite periodiche, da parte dell'ente di certificazione DNV GL Business Assurance S.r.l. per i sistemi di gestione HSEQ e dall'ente Accredia per gli accreditamenti dei la-

## | Bilancio consolidato

boratori di SNAM Rete Gas e Italgas e di Napoletanagas come Organismo d'Ispezione. Tali visite hanno confermato tutte le certificazioni già in possesso dalle società del gruppo.

L'adozione di procedure e sistemi di gestione che tengono conto delle specificità delle attività di SNAM, congiuntamente al costante miglioramento e ammodernamento degli impianti, garantisce l'individuazione, la valutazione e la mitigazione dei rischi, seguendo un ciclo di miglioramento continuo.

SNAM pone la massima attenzione ai propri processi operativi in maniera globale: dalla progettazione e realizzazione degli impianti al successivo utilizzo e manutenzione. Per la gestione delle attività e il controllo operativo, vengono utilizzate specifiche tecniche in continuo aggiornamento e sviluppate in conformità alle best practice internazionali.

Lo sviluppo e il mantenimento della normativa tecnica e dei sistemi di gestione per l'ambiente e per la salute e sicurezza dei lavoratori sono basati su un ciclo annuale di pianificazione, attuazione, controllo, riesame dei risultati e definizione di nuovi obiettivi.

Il sistema di controllo dei sistemi di gestione è garantito dal monitoraggio degli indicatori di salute, sicurezza e ambiente, dalla reportistica periodica e attraverso verifiche ispettive nei siti operativi e di sede che prevedono:

- technical audit, volti ad accertare la corretta applicazione dei Sistemi di Gestione, in coerenza con il Codice Etico e il Modello Organizzativo 231;
- verifiche di certificazione/mantenimento/rinnovo delle certificazioni dei sistemi di gestione (con frequenza almeno annuale effettuate da un ente certificatore esterno);
- verifiche sulle attività in appalto in materia di salute, sicurezza e ambiente.

I rilievi riscontrati vengono esaminati unitamente ai risultati ottenuti dal controllo dei processi operativi, fornendo le informazioni di base per la pianificazione delle attività future e la definizione dei nuovi obiettivi, nel rispetto dei principi assunti da SNAM.

Sono adottati gli strumenti normativi e organizzativi di prevenzione (reperibilità, contratti di beni e servizi, formazione e addestramento ecc.) e di gestione di eventuali emergenze operative che possono avere impatto su asset, persone e ambiente, individuando le dovute azioni finalizzate a limitare i danni.

SNAM partecipa a gruppi internazionali di lavoro nei quali vengono effettuate attività di benchmarking, stesura di linee guida e studi finalizzati all'individuazione delle aree di miglioramento dei processi relativi al trasporto gas. In aggiunta al sistema di gestione, monitoraggio e risposta ai rischi e agli eventi HSE, SNAM ha attivato coperture assicurative allo scopo di limitare i possibili effetti patrimoniali negativi derivanti dai danni provocati a terzi e alle proprietà industriali sia onshore sia offshore (stretto di Messina, allacciamento OLT di Livorno), che possano verificarsi durante la fase operativa e/o durante l'esecuzione di lavori di investimento. L'ammontare coperto varia in base alla tipologia dell'evento ed è determinato attraverso la best practice di valutazione dei rischi attualmente in uso nel mercato.

#### *Rischi legati al mancato raggiungimento dei previsti obiettivi di sviluppo delle infrastrutture*

La concreta possibilità per SNAM di realizzare i progetti di sviluppo delle proprie infrastrutture è soggetta a numerose incognite legate a fattori operativi, economici, normativi, autorizzativi e competitivi, indipendenti dalla sua volontà. SNAM non è, quindi, in grado di garantire che i progetti di estensione e

potenziamento previsti siano concretamente intrapresi né che, se intrapresi, abbiano buon fine o permettano il conseguimento dei benefici previsti dal sistema tariffario. Inoltre, i progetti di sviluppo potrebbero richiedere investimenti più elevati o tempi più lunghi rispetto a quelli inizialmente stimati, influenzando l'equilibrio finanziario e i risultati economici di SNAM.

#### ***Rischi derivanti da eventuali malfunzionamenti degli impianti***

La gestione delle attività regolate nel settore del gas implica una serie di rischi di malfunzionamento e di imprevista interruzione non dipendenti dalla volontà di SNAM, quali quelli determinati da incidenti, guasti o malfunzionamenti di apparecchiature o sistemi di controllo, minor resa di impianti ed eventi straordinari quali esplosioni, incendi, terremoti, frane o altri eventi simili che sfuggono al controllo di SNAM. Tali eventi potrebbero inoltre causare danni rilevanti a persone, cose o all'ambiente.

Le eventuali interruzioni di servizio e gli obblighi di risarcimento causati da tali eventi potrebbero determinare riduzioni dei ricavi e/o incrementi dei costi. Benché SNAM abbia stipulato specifici contratti di assicurazione a copertura di alcuni tra tali rischi, le relative coperture assicurative potrebbero risultare insufficienti per far fronte a tutte le perdite subite, agli obblighi di risarcimento o agli incrementi di spesa.

#### ***Rischi derivanti dalla necessità di gestire un rilevante flusso di informazioni per operare i servizi regolati***

Il quadro regolamentare in cui SNAM opera prevede la raccolta e l'elaborazione in via continuativa di un rilevante flusso di informazioni provenienti dai clienti che utilizzano i servizi. Le informazioni indirizzate a SNAM comprendono, fra le altre, prenotazioni di capacità, indicazioni di provenienza e destinazione giornaliera di gas, meccanismi di bilanciamento fisico e commerciale, dati riguardanti le previsioni della domanda e l'utilizzo della capacità di trasporto. Questo flusso informativo, gestito anche attraverso un esteso utilizzo di sistemi informativi, è ampio e complesso e, pertanto, SNAM non può garantire che la gestione dello stesso non comporterà difficoltà operative e di pianificazione con conseguenze sulla propria attività.

#### ***Rischi derivanti dalla stagionalità del business***

Sulla base dell'attuale quadro regolatorio, le attività svolte da SNAM non presentano nel complesso fenomeni stagionali o ciclici in grado di influenzare significativamente i risultati economico-finanziari semestrali e annuali.

#### **Rischi specifici dei settori in cui SNAM opera**

##### ***Rischio evoluzione normativa***

SNAM svolge attività nel settore del gas soggette a regolamentazione. Le direttive e i provvedimenti normativi emanati in materia dall'Unione Europea e dal Governo italiano e le decisioni dell'AEEGSI e più in generale la modifica del contesto normativo di riferimento possono avere un impatto significativo per SNAM sull'operatività, i risultati economici e l'equilibrio finanziario. Considerando la specificità del busi-

**| Bilancio consolidato**

ness e il contesto in cui SNAM opera, particolare rilievo assume l'evoluzione del contesto regolatorio in materia di criteri per la determinazione delle tariffe di riferimento. A tal fine, si evidenzia che l'AEEGSI, con deliberazioni 438/2013/R/gas, 514/2013/R/gas e 573/2013/gas, ha definito i criteri di determinazione delle tariffe di riferimento rispettivamente per i servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, di trasporto e di distribuzione di gas naturale per il quarto periodo di regolazione (1° gennaio 2014 - 31 dicembre 2017). Nel 2014, con deliberazione 531/2014/R/gas, l'AEEGSI ha definito i criteri di determinazione delle tariffe di riferimento per il quarto periodo di regolazione del servizio di stoccaggio del gas naturale (1° gennaio 2015 - 31 dicembre 2018).

A ciò si aggiunge il decreto-legge 13 agosto 2011 n. 138, convertito nella legge 14 settembre 2011 n. 148 che ha esteso l'applicazione dell'addizionale IRES ai settori di attività trasporto e distribuzione di gas naturale con una maggiorazione d'imposta del 10,5% per il periodo 2011-2013 e del 6,5% dal 2014, istituendo il divieto di traslare sulle tariffe detta maggiorazione di imposta e attribuendo all'AEEGSI il compito di vigilare sull'osservanza del divieto. L'addizionale IRES è stata dichiarata illegittima dalla Corte Costituzionale con sentenza 10/2015 del 9 febbraio 2015. L'illegittimità dell'applicazione dell'imposta decorre, così come stabilito nella sentenza, a partire dal 12 febbraio 2015.

Non si possono escludere futuri cambiamenti nelle politiche normative adottate dall'Unione Europea o a livello nazionale che potrebbero avere ripercussioni impreviste sul quadro normativo di riferimento e, di conseguenza, sull'attività e sui risultati di SNAM.

***Rischi legati al termine delle concessioni di distribuzione del gas di cui sono titolari Italgas e le sue società partecipate******Rischi relativi alle gare per l'assegnazione delle nuove concessioni di distribuzione del gas***

Alla data del 31 dicembre 2014, SNAM tramite Italgas gestisce 1.437 concessioni di distribuzione di gas naturale in tutto il territorio nazionale. In base a quanto stabilito dalla vigente normativa applicabile alle concessioni di cui è titolare SNAM, le gare per i nuovi affidamenti del servizio di distribuzione del gas saranno bandite non più per singolo comune, ma esclusivamente per ambiti territoriali minimi (ATEM). Con il progressivo svolgimento delle gare, SNAM potrebbe non aggiudicarsi la titolarità di una o più delle nuove concessioni, oppure potrebbe aggiudicarsene a condizioni meno favorevoli di quelle attuali, con possibili impatti negativi sull'attività operativa e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, fermo restando, nel caso di mancata aggiudicazione, relativamente ai comuni precedentemente gestiti dall'impresa, l'incasso del valore di rimborso previsto a favore del gestore uscente.

***Rischi relativi alla quantificazione del rimborso a carico del nuovo gestore***

Con riferimento alle concessioni di distribuzione gas relativamente alle quali Italgas è anche proprietaria delle reti e degli impianti, il D.Lgs. 164/2000, come più volte successivamente integrato e modificato, stabilisce che il valore di rimborso riconosciuto ai gestori uscenti del servizio, titolari degli affidamenti e delle concessioni in essere, è calcolato nel rispetto di quanto stabilito nelle convenzioni o nei contratti, purché stipulati prima della data di entrata in vigore del regolamento di cui al decreto ministeriale 12 novembre 2011

n. 226 (cioè prima dell'11 febbraio 2012), e, per quanto non desumibile dalla volontà delle parti, nonché per gli aspetti non disciplinati dalle medesime convenzioni o contratti, in base alle linee guida su criteri e modalità operative per la valutazione del valore di rimborso, successivamente predisposte dal Ministero dello Sviluppo Economico con documento del 7 aprile 2014 e approvate con decreto ministeriale del 22 maggio 2014. In ogni caso, dal valore di rimborso sono detratti i contributi privati relativi ai cespiti di località, valutati secondo la metodologia della regolazione tariffaria vigente. In caso di disaccordo tra l'ente locale e il gestore uscente, con riferimento alla determinazione del valore di rimborso, il bando di gara riporta un valore di riferimento da utilizzare ai fini della gara, determinato come il maggiore fra la stima dell'ente locale concedente e la RAB.

Il decreto del Ministro dello Sviluppo Economico n. 226 del 12 novembre 2011, sui criteri di gara e di valutazione dell'offerta, stabilisce che il gestore subentrante acquisisce la proprietà dell'impianto con il pagamento del valore di rimborso al gestore uscente, a eccezione delle eventuali porzioni di impianto di proprietà comunale.

A regime, cioè nei periodi successivi al primo, il rimborso al gestore uscente sarà comunque pari al valore delle immobilizzazioni nette di località, al netto dei contributi pubblici in conto capitale e dei contributi privati relativi ai cespiti di località, calcolato con riferimento ai criteri usati dall'AEEGSI per determinare le tariffe di distribuzione (RAB).

Alla luce della nuova disciplina giuridica intervenuta, sussiste, pertanto, l'eventualità che in alcuni casi la valutazione del valore di rimborso sia inferiore al valore RAB.

### ***Rischi relativi alla titolarità delle concessioni di stoccaggio del gas***

SNAM tramite Stogit è titolare di 10 concessioni di stoccaggio del gas. Di queste, otto (Alfonsine, Brugherio, Cortemaggiore, Minerbio, Ripalta, Sabbioncello, Sergnano e Settala) scadranno nel dicembre 2016, una (Bordolano) nel novembre 2031 e una (Fiume Treoste), oggetto della prima proroga decennale nel corso del 2011, nel giugno 2022. Le concessioni di Stogit rilasciate prima dell'entrata in vigore del D.Lgs. 164/2000 sono prorogabili dal Ministero dello Sviluppo Economico per non più di due volte per una durata di 10 anni ciascuna, ai sensi dell'art. 1, comma 61 della L. 239/2004. Ai sensi dell'art. 34, comma 18, del D.L. 179/2012, convertito dalla L. 221/2012, la durata dell'unica concessione Stogit rilasciata dopo l'entrata in vigore del D.Lgs. 164/2000 (Bordolano) è trentennale con possibilità di proroga per ulteriori 10 anni. Ove SNAM non sia in grado di conservare la titolarità di una o più delle proprie concessioni ovvero, al momento del rinnovo, le condizioni delle concessioni risultino meno favorevoli di quelle attuali, potrebbero determinarsi effetti negativi sull'attività e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria.

### ***Rischi connessi a particolari situazioni socio-politiche dei Paesi produttori e dei Paesi di transito del gas naturale***

Una parte consistente del gas naturale trasportato mediante la rete di trasporto di SNAM proviene o è previsto che provenga da, o che attraversi, Paesi che presentano rischi derivanti da particolari situazioni socio-politiche. Le importazioni e il transito di gas naturale da tali Paesi potrebbero pertanto essere soggetti a rischi, tra i quali aumento di tasse e accise applicabili, fissazione di limiti alla produzione e all'esportazione o

**| Bilancio consolidato**

al trasporto, rinegoziazione forzata di contratti, nazionalizzazione o rinazionalizzazione di beni, mutamenti dei sistemi di governo e delle politiche nazionali, modifica delle politiche commerciali, restrizioni monetarie, perdite o danneggiamenti dovute ad azioni di gruppi rivoltosi. Qualora gli shipper si trovassero nell'impossibilità di accedere alle disponibilità di gas naturale dei suddetti Paesi a causa delle situazioni di cui sopra o similari, o fossero altrimenti danneggiati da tali situazioni, potrebbero derivare rischi di inadempienza degli shipper nel rispettare i propri obblighi contrattuali nei confronti di SNAM o comunque una diminuzione nei volumi di gas trasportato. Il verificarsi degli eventi sopra descritti, pertanto, potrebbe avere effetti negativi sull'attività e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria.

La Comunità Europea, attraverso il Regolamento (UE) n. 994/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 ottobre 2010 ("Regolamento SOS"), ha stabilito per ciascuno Stato membro l'obbligo di individuare, mediante linee guida predefinite, misure volte a garantire la sicurezza della propria fornitura di gas ovvero della copertura della domanda di gas. In attuazione del suddetto Regolamento, secondo quanto previsto dal decreto legislativo 1° giugno 2011, n. 93 (D.Lgs. 93/2011), il Ministero dello Sviluppo Economico, su base biennale, elabora una valutazione dei rischi che incidono sulla sicurezza del sistema nazionale del gas naturale e definisce un piano di azione preventivo e un piano di emergenza e monitoraggio della sicurezza degli approvvigionamenti di gas naturale.

Le informazioni quantitative in merito ai rischi finanziari richieste dall'IFRS 7 "Strumenti finanziari: Note al bilancio" sono fornite alla nota n. 24 "Garanzie, impegni e rischi" delle Note al bilancio consolidato del gruppo SNAM.

**Gruppo Fintecna**

Il gruppo Fintecna ha proseguito anche nel 2014 nell'attento monitoraggio dei principali fattori di rischio che influenzano la gestione aziendale. In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Fintecna S.p.A. nella seduta del 27 maggio u.s. ha istituito l'ente aziendale "Risk Management". Tale ente, operante in stretto coordinamento con il Risk Management dell'Azionista Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., ha l'obiettivo di concorrere a definire e implementare il sistema di gestione del rischio di impresa e le metodologie di misurazione dello stesso, anche uniformandosi alle linee guida emanate dall'Azionista.

Nella medesima seduta, il Consiglio di Amministrazione ha altresì istituito la funzione "Compliance", a esito di quanto richiesto dall'Azionista in merito all'attuazione di misure organizzative e operative atte a presidiare il rischio di non conformità alle norme (Compliance). Il rischio di non conformità alle norme è il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative (di legge o di regolamenti) ovvero di auto-regolamentazione (per esempio statuti, codici di condotta, codici di autodisciplina). A ulteriore tutela di tale rischio è stato adottato uno specifico Regolamento della funzione Compliance, propedeutico all'attuazione delle misure organizzative e operative atte a presidiare il rischio di non conformità alle norme. I principali fattori di rischio operativo nella capogruppo Fintecna S.p.A. e nelle società di scopo direttamente controllate e dedicate ad attività liquidatorie sono correlati alle attività istituzionali di gestione del

complesso contenzioso in essere. Queste ultime sono infatti esposte ai rischi derivanti dallo sviluppo delle attività di gestione dei contenziosi in corso, prevalentemente riferibili 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 valutazioni in merito alla congruità dei fondi per rischi e oneri appostati nel bilancio, oggi ritenuti congrui e atti a fronteggiare i probabili oneri a carico delle società del Gruppo.

In merito alle tipologie di rischi finanziari che possono rilevare nella capogruppo si evidenzia quanto segue.

### *Rischio di liquidità*

Le disponibilità finanziarie, sulla base delle valutazioni del management, garantiscono sufficienti risorse per fronteggiare gli impegni di liquidità connessi principalmente all’ampio contenzioso di cui si è detto. La liquidità rappresenta, infatti, l’ideale contropartita attiva dei “Fondi per rischi e oneri” iscritti nel passivo dello stato patrimoniale. Pertanto, la non corretta previsione dell’andamento dei fondi rischi e oneri, con particolare riferimento alle attività di gestione del contenzioso nel suo complesso e al conseguente errato impegno delle liquidità, rappresenta, in questo ambito, un ulteriore fattore di rischio per il Gruppo.

A tal riguardo, gli amministratori, nell’ambito delle valutazioni in merito ai fondi rischi e oneri, aggiornano altresì le valutazioni sull’utilizzo dei fondi stessi, anche in via previsionale, e ne tengono conto nella definizione delle proprie politiche di gestione della liquidità.

Si sottolinea, infine, che, allo stato, la liquidità della capogruppo Fintecna è depositata per la quasi totalità presso l’Azione; vige tra le parti un Contratto di Deposito Irregolare che definisce modalità e condizioni dei depositi stessi, in conformità alle Linee Guida per la Gestione della Tesoreria predisposte dall’Azione e approvate dal Consiglio di Amministrazione Fintecna. La restante liquidità di Fintecna è depositata a breve termine presso istituti bancari con requisiti rispondenti alle Linee Guida sopra richiamate.

### *Rischio di credito e controparte*

Il rischio di credito è riferito (oltre ai crediti infragrupo che la capogruppo Fintecna vanta nei confronti delle società dedicate ad attività liquidatorie gestite tramite società di scopo) al possibile deterioramento dei crediti commerciali in essere. Tali crediti sono composti prevalentemente da posizioni rivenienti negli anni e spesso soggette a contenziosi, quasi interamente svalutate.

È inoltre presente un rischio di controparte bancaria legato agli impieghi della liquidità a breve termine. A questo proposito si ricorda che la capogruppo Fintecna adotta le Linee Guida per la Gestione della Tesoreria predisposte da CDP che, tra l’altro, regolano i criteri minimi di rating che le controparti bancarie devono soddisfare.

### *Altri rischi finanziari*

Per quanto attiene alle altre tipologie di rischi finanziari rileva segnalare che la capogruppo nel corso del 2014 ha posto in essere una strategia in derivati, di importo comunque limitato, finalizzata alla migliore valorizzazione di un asset non strategico. A fine esercizio 2014 non sussistono, comunque, contratti derivati né speculativi né di copertura.

**| Bilancio consolidato**

Un ulteriore rischio operativo della capogruppo è correlato alle attività istituzionali di gestione delle partecipazioni. In tale contesto occorre evidenziare che, nel corso dell'esercizio, è venuta meno per Fintecna S.p.A. l'attività di direzione e coordinamento nei confronti della Fincantieri S.p.A.; con riferimento alla gestione dei rischi della medesima si riporta quanto di seguito.

**Rischi connessi alle condizioni dei mercati di riferimento e al mantenimento dei livelli di competitività**

I risultati economici del gruppo Fincantieri sono fortemente condizionati dall'andamento dei carichi di lavoro dei principali clienti, con alcuni dei quali il rapporto privilegiato costituisce un punto di forza. L'industria cantieristica in generale è caratterizzata storicamente da un andamento ciclico, sensibile al trend dei mercati di riferimento. Al fine di mitigare l'impatto dell'andamento ciclico dell'industria cantieristica, negli ultimi anni il gruppo ha perseguito una strategia di diversificazione, espandendo il proprio business sia in termini di prodotto sia a livello geografico.

Inoltre, le politiche commerciali aggressive, lo sviluppo di nuovi prodotti o l'aumento di capacità produttiva da parte dei competitor possono portare a una competizione sui prezzi con riduzione dei margini di profitto. Il mantenimento del posizionamento competitivo nelle aree di business di riferimento viene ricercato assicurando alti standard qualitativi e innovativi del prodotto, unitamente alla ricerca di soluzioni di ottimizzazione dei costi e flessibilità di soluzioni tecniche e finanziarie per rimanere competitivi rispetto alla concorrenza in sede di offerte commerciali.

Il gruppo, nel perseguire opportunità di business in Paesi emergenti, si cautela dal rischio "Paese" e/o corruzione privilegiando azioni commerciali supportate da accordi intergovernativi o da altre forme di collaborazione tra Stati.

**Rischi connessi alla complessità operativa, alla gestione delle commesse e all'esternalizzazione della produzione**

In ragione della complessità operativa derivante sia dalle caratteristiche intrinseche dell'attività di costruzione navale sia dalla diversificazione geografica e per prodotto nonché dalla crescita per linee esterne del gruppo, lo stesso è esposto al rischio derivante dall'incapacità di gestire adeguatamente tale complessità operativa o il processo di integrazione organizzativa. A tal proposito, il gruppo implementa procedure e piani di attività volti a gestire e monitorare l'attuazione di ogni singolo progetto durante la sua intera durata e ha adottato una struttura produttiva flessibile.

Inoltre, al fine di presidiare i maggiori rischi connessi alla gestione delle commesse (aumenti non previsti dei costi, consegne in ritardo, impossibilità di finanziare il fabbisogno di capitale circolante indotto dalle navi in costruzione, mancata disponibilità di finanziamenti per i clienti) il gruppo si è dotato di tutti gli strumenti di gestione relativi (processo di determinazione del prezzo di offerta che tiene conto degli aumenti dei costi attesi, strutture dedicate per il controllo di tutte le fasi di lavorazione della commessa, linee di credito tali da garantire le coperture dei fabbisogni, supporto nel processo di perfezionamento dei finanziamenti alle esportazioni).

Il gruppo Fincantieri seleziona attentamente i propri “fornitori strategici”, che devono fornire standard di prestazioni di assoluto livello, al fine di presidiare i rischi connessi all'esternalizzazione di talune attività aziendali, dovuta a esigenze strategiche.

#### **Rischi connessi al quadro normativo di riferimento**

Il gruppo è soggetto alle normative applicabili nei Paesi in cui opera. Eventuali violazioni di tali normative potrebbero comportare sanzioni civili, amministrative e penali, nonché l'obbligo di eseguire attività di regolarizzazione, i cui costi e responsabilità potrebbero riflettersi negativamente sull'attività del gruppo e sui suoi risultati. Le attività del gruppo sono soggette, fra l'altro, alle regolamentazioni in tema di tutela dell'ambiente e della salute e sicurezza nei luoghi di lavoro. Il Gruppo promuove il rispetto di tutte le norme a cui è assoggettato, nonché la predisposizione e l'aggiornamento di strumenti di controllo preventivo idonei a mitigare i rischi connessi a violazioni di legge.

Inoltre, operando nel settore della difesa e sicurezza, il gruppo è esposto al rischio che la tendenza evolutiva del settore potrebbe condurre, nel prossimo futuro, a una restrizione delle ipotesi derogatorie ai principi di concorrenza ammessi dalla normativa vigente con conseguente limitazione al ricorso all'affidamento diretto, al fine di garantire maggiore concorrenza nel mercato di riferimento. In tale contesto il gruppo monitora la possibile evoluzione della normativa nazionale e comunitaria che potrebbe aprire la possibilità di competere nel settore della difesa e sicurezza anche in altri Paesi.

#### **Rischi connessi all'andamento delle valute**

L'esposizione al rischio valutario risulta connessa alla stipula di contratti di costruzione navale oppure di contratti di fornitura denominati in valuta estera. Il rischio si manifesta, infine, nella redazione del bilancio consolidato, per effetto della conversione di attività e passività di società controllate che redigono il loro bilancio con moneta funzionale diversa dall'euro. Il Gruppo si è dotato di una policy di gestione di tali rischi che definisce strumenti, responsabilità e modalità di reporting.

#### **Rischi legati all'indebitamento esistente**

Alcuni contratti di finanziamento del gruppo Fincantieri prevedono impegni e vincoli (quali clausole di cross default e covenant) a carico del gruppo che potrebbero portare a un rimborso anticipato di finanziamenti. In tale contesto il gruppo monitora costantemente la propria struttura patrimoniale e finanziaria al fine di verificare il rispetto dei covenant. Inoltre risulta possibile impedire l'attivazione delle clausole di cross default fornendo tempestivamente garanzie aggiuntive a favore della banca.

## | Bilancio consolidato

*Contenziosi legali*

Per quanto concerne la gestione del contenzioso di Fintecna, l'esercizio concluso al 31 dicembre 2014 è stato caratterizzato dalla prosecuzione delle attività volte al perseguimento del primario obiettivo di riduzione delle vertenze riferibili a vario titolo alla società, pur nella consapevolezza degli specifici connotati di criticità caratterizzanti sia le controversie giuslavoristiche sia le vertenze in materia civile/amministrativa/fiscale.

Nell'ambito del contenzioso giuslavoristico si è confermato il "trend" di incremento del numero di ricorsi promossi da ex dipendenti di società riferibili a Fintecna e dai loro aventi causa, con richiesta di risarcimento danni per patologie asseritamente contratte a causa delle condizioni non salubri dei luoghi di lavoro.

Nell'ottica di massima contrazione possibile degli oneri, si è continuata a percorrere, in presenza di adeguati presupposti economico-giuridici, la ricerca di soluzioni transattive, a esito della disamina delle peculiarità delle singole posizioni contenziose, ottenendo risultati economicamente convenienti, specie se rapportati al rischio di significativa onerosità per la società in caso di sentenza.

Per converso, si è ritenuto opportuno dare impulso processuale ai procedimenti contenziosi per i quali fosse prevedibile, con elevato grado di probabilità, un esito favorevole.

Con riferimento alla gestione del contenzioso civile/amministrativo/fiscale, la cui complessità ha già in passato precluso la possibilità di una definizione stragiudiziale, deve evidenziarsi come i tempi per addivenire alla conclusione dei procedimenti giudiziari siano inevitabilmente influenzati alle perduranti lungaggini del sistema giudiziario, cosa che rende particolarmente aleatoria ogni previsione in merito alla durata dei processi.

Dal punto di vista quantitativo, è possibile riassumere i risultati conseguiti come segue:

	31/12/2013	Definiti 2014	Nuovi 2014	31/12/2014
Civili/Amministrativi/Fiscali	238	66	20	192
Giuslavoristici	555	338	439	656
<b>Totali</b>	<b>793</b>	<b>404</b>	<b>459</b>	<b>848</b>

Per quanto riguarda la controllata Fincantieri, si segnala che:

- nel mese di maggio è stato sottoscritto uno storico accordo quadro con il Governo iracheno che pone le basi per la risoluzione di un contenzioso ultraventennale tra le parti. L'accordo prevede, a fronte della chiusura di tutte le controversie giudiziarie pendenti, un'intesa per il refurbishment delle due corvette "Musa Bin Nasir" e "Tariq Bin Ziyad", la cui consegna era stata sospesa per gli effetti dell'embargo alle forniture per la difesa all'Iraq;
- alla fine di luglio 2014 è stato emesso il lodo dell'arbitrato Serene, che – imprevedibilmente – ha ritenuto che il MY Victory, in virtù di una dichiarata "indubbia somiglianza esteriore", sia una nave gemella ("sistership") del MY Serene, in violazione dell'intellectual property dell'armatore, riconoscendo perciò a quest'ultimo un risarcimento di 13,2 milioni di euro; inoltre, sulla base di un'interpreta-

zione contraria al testo contrattuale, il lodo ha ritenuto applicabili penali per ritardo di consegna in ragione di 7,7 milioni di euro (oltre interessi sul dovuto). La controllata, ritenendo tale decisione assolutamente ingiusta e illegittima, in quanto viziata da molteplici errori, ha proposto tempestivo appello alla High Court di Londra. Essendo l'arbitrato un giudizio a unico grado, l'appello proposto da Fincantieri doveva preliminarmente ottenere il "nulla osta" da parte della predetta High Court, la quale ha omesso di concederlo. Fincantieri si riserva pertanto ogni meglio vista azione per contrastare il riconoscimento e/o l'esecuzione dei lodi. Al riguardo, è stata iniziata in Italia una causa di accertamento negativo contro l'armatore del MY Serene volta a dimostrare, da un lato, che quest'ultimo non è titolare di alcuna intellectual property sul design dello yacht e, dall'altro, che il MY Victory non viola alcuna ipotetica intellectual property dell'armatore del MY Serene. I legali che assistono la controllata esprimono pareri favorevoli sul positivo esito della controversia.

## SIMEST

Le politiche di SIMEST nella gestione del rischio finanziario riguardano principalmente l'attività di investimenti in partecipazioni.

Per la gestione di tale rischio SIMEST, prima che le proposte vengano portate all'attenzione del Consiglio di Amministrazione per la definitiva approvazione, effettua nell'ambito dei controlli di primo livello – per il tramite del Dipartimento Valutazione Investimenti e Finanziamenti – un'approfondita valutazione delle proposte d'investimento sottoposte alla propria attenzione, riferita alla società proponente e all'iniziativa d'investimento stessa, diretta a ridurre l'esposizione al suddetto rischio finanziario/di credito (maggiori dettagli operativi vengono delineati nel paragrafo "Sistemi di gestione dei rischi finanziari e operativi" della Relazione sulla gestione).

Sulla base delle risultanze della valutazione effettuata e del positivo accoglimento della proposta da parte del Consiglio di Amministrazione (CdA) SIMEST, si procede successivamente alla definizione e al perfezionamento degli accordi con il partner secondo gli indirizzi e le indicazioni conseguenti stabiliti dal CdA stesso.

In fase di acquisizione delle partecipazioni vengono riscontrate tutte le indicazioni e gli eventuali subordini stabiliti dal CdA SIMEST, e acquisite le eventuali garanzie.

In relazione alla situazione degli impegni diretti dei partner italiani per il riacquisto a termine delle quote di partecipazione di SIMEST nelle iniziative all'estero e dei terzi garanti, si evidenzia come al 31 dicembre 2014 gli impegni diretti dei partner italiani non assistiti da garanzie bancarie o assicurative o garanzie reali – per il riacquisto a termine delle quote di partecipazione di SIMEST nelle iniziative all'estero – ammontano complessivamente a 357,0 milioni di euro. Tale importo si riferisce per 198,1 milioni di euro a impegni non assistiti da garanzie di terzi, per 152,9 milioni di euro a impegni assistiti da fideiussioni corporate e per 6,0 milioni di euro a impegni di firma assimilabili alle fideiussioni corporate.

Gli impegni al riacquisto assistiti da garanzie bancarie e/o assicurative ammontano a 91,6 milioni di euro, mentre quelli assistiti da garanzie reali ammontano a 15,9 milioni di euro.

## | Bilancio consolidato

Gli impegni al riacquisto dei partner, tenuto conto dell'effettiva esposizione finanziaria (quote versate), risultano pertanto così strutturati:

	31/12/2014	31/12/2013	(perc.; milioni di euro)
Impegni non assistiti da garanzie	42,6%	198,1	46,9%
Impegni assistiti da fideiussioni corporate	32,9%	152,9	27,5%
Altre garanzie di firma	1,3%	6	
<b>Subtotale</b>	<b>76,8%</b>	<b>357</b>	<b>74,4%</b>
Impegni garantiti da:			
- fideiussioni bancarie	19,6%	90,9	24,3%
- garanzie assicurative			0,2
- garanzie di consorzi fidi	0,2%	0,7	0,2%
<b>Subtotale</b>	<b>19,8%</b>	<b>91,6</b>	<b>24,5%</b>
Impegni assistiti da garanzie reali	3,4%	15,9	1,1%
<b>Subtotale</b>	<b>3,4%</b>	<b>15,9</b>	<b>1,1%</b>
<b>Totale generale</b>	<b>100,0%</b>	<b>464,5</b>	<b>100,0%</b>
			<b>435,9</b>

**Contenziosi legali**

Le operazioni in contenzioso, quelle, cioè, per le quali SIMEST ha provveduto ad avviare azioni legali per il recupero del relativo credito vantato (quota capitale più proventi da impieghi in partecipazioni) risultano essere, al 31 dicembre 2014, n. 75.

Nello specifico, il *petitum* per le iniziative relative alla L. 100/1990 risulta essere pari a circa 17,9 milioni di euro, di cui circa il 95% garantito da fideiussione bancaria o già soggetto a svalutazione nella rappresentazione patrimoniale al 31 dicembre 2014.

Per quel che concerne, infine, il contenzioso giuslavoristico, si osserva che al 31 dicembre 2014 risulta pendente 1 causa e che il *petitum* complessivo potenziale non supera i 19.000 euro (già accantonati al fondo oneri).

**Gruppo CDP Immobiliare**

A seguito del passaggio sotto il controllo diretto di Cassa depositi e prestiti sono in via di condivisione con il nuovo azionista le nuove procedure per il monitoraggio dei rischi delle società appartenenti al gruppo CDP Immobiliare – compresi quelli di natura operativa – e il piano di azione per la conseguente implementazione.

In tale contesto anche per l'esercizio 2014 il gruppo CDP Immobiliare ha gestito le attività di monitoraggio e di gestione dei rischi secondo le metodologie già applicate nei precedenti esercizi.

La descrizione dei rischi e delle correlate azioni di monitoraggio e contenimento è di seguito riportata.

## Rischio di mercato

### Rischi relativi al valore degli immobili

Il rischio relativo al valore degli immobili è legato alle fluttuazioni del valore di mercato degli immobili in portafoglio, che risentono degli elementi di criticità del settore, particolarmente acuitisi nel recente periodo.

L'evoluzione intervenuta nel contesto esterno, che peraltro risente fortemente della crisi che ha colpito negli ultimi anni il settore immobiliare, ha condizionato le iniziative in corso di attuazione, segnatamente il proseguimento delle operazioni di valorizzazione in partnership con operatori privati. Il gruppo CDP Immobiliare si trova infatti a operare, con un portafoglio di iniziative di sviluppo immobiliare, in un contesto caratterizzato da un trend negativo del mercato che non manifesta segnali di ripresa nel breve termine.

La politica del gruppo è finalizzata a minimizzare gli effetti di tale rischio, in via operativa tramite modalità di gestione volte alla valorizzazione dei compendi immobiliari nel più critico contesto di mercato, indirizzate verso la valutazione puntuale del miglior percorso di valorizzazione dei cespiti rispetto alla loro immissione sul mercato con riferimento allo stato di urbanizzazione, edilizio e alla tempistica di assorbimento; in via amministrativa mediante il monitoraggio costante del valore degli attivi immobiliari in portafoglio realizzato tramite valutazioni indipendenti degli immobili affidate a terzi esperti specializzati nel settore, i risultati delle quali sono recepiti in sede di formazione del bilancio. Tali valutazioni sono richieste su tutti gli immobili con cadenza almeno annuale in sede di formazione del bilancio d'esercizio della capogruppo CDP Immobiliare, delle controllate e delle partnership la cui gestione amministrativa è curata direttamente da CDP Immobiliare, con aggiornamenti in sede di formazione di eventuali bilanci intermedi a giugno di ogni anno.

Il rischio operativo è monitorato anche attraverso la redazione di budget annuali del gruppo CDP Immobiliare, approvati dal Consiglio di Amministrazione della capogruppo e sottoposti all'Azionista per le sue valutazioni. Al riguardo si rimanda anche a quanto più avanti riferito in merito al rischio di liquidità.

### Rischio connesso all'andamento dei tassi di interesse

L'esposizione al rischio di tasso risulta connessa prevalentemente alle passività finanziarie a medio-lungo termine di talune società partecipate, per mutui e finanziamenti a tasso variabile assunti per le esigenze di sviluppo dell'attività, la cui remunerazione risulta influenzata dall'andamento del mercato monetario.

La politica di gestione di tale rischio per le società partecipate è orientata alla riduzione del possibile impatto delle variazioni dei tassi di riferimento sulla performance economico-finanziaria. A tal fine, viene periodicamente verificata, rispetto alle quotazioni di mercato, l'opportunità di stipulare taluni contratti derivati, di natura non speculativa, di Interest Rate Swap - IRS, i cui parametri, in termini di valore nazionale e scadenze, corrispondono a quelli delle passività finanziarie oggetto di copertura. In base alle recenti analisi non si è ritenuto conveniente stipulare tali contratti; pertanto, alla chiusura dell'esercizio non risultavano in essere strumenti finanziari derivati.

Con riferimento alla capogruppo, l'esposizione al rischio di tasso risulta connessa, anche in questo caso, all'indebitamento finanziario verso gli istituti bancari a medio-lungo termine a tasso variabile, per il qua-