

## 1. Composizione del Gruppo CDP

mentazione del Piano industriale 2016-2020 del Gruppo CDP con la creazione di un sistema di supporto alla crescita e alla competitività internazionale del sistema produttivo nazionale. L'obiettivo è offrire anche alle imprese italiane un sistema di sostegno integrato, una "one-door" per soddisfare tutte le esigenze connesse all'export e all'internazionalizzazione. È stato ampliato quindi, il ruolo di CDP che aggiunge alle caratteristiche proprie dell'investitore di medio/lungo periodo quelle di promotore attivo delle iniziative a supporto della crescita.

Sempre nel corso del 2016, in data 20 di ottobre, è stato sottoscritto l'aumento del capitale sociale di CDP riservato al MEF mediante il conferimento in CDP da parte del MEF di una partecipazione del 35% del capitale sociale di Poste Italiane S.p.A. Per effetto dell'operazione, la partecipazione del MEF in CDP passa dall'80,1% all'82,8% del capitale sociale.

Tutte le attività sono svolte da CDP nel rispetto di un sistema che garantisce la separazione organizzativa e contabile tra le unità organizzative per rispettare la distinzione fra le attività di Gestione Separata e quelle di Gestione Ordinaria, preservando in modo durevole l'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale e assicurando, nel contempo, un ritorno economico agli azionisti.

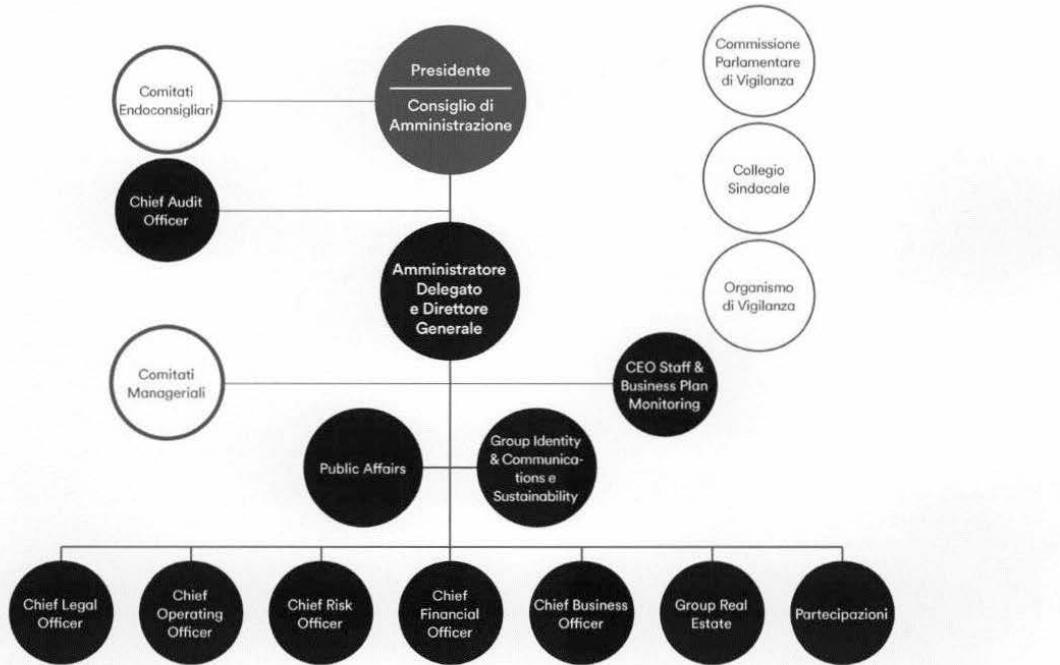
In materia di vigilanza, a CDP si applicano, ai sensi dell'articolo 5, comma 6 del D.L. 269/2003, le disposizioni del titolo V del testo unico delle leggi in materia di intermediazione bancaria e creditizia concernenti la vigilanza degli intermediari finanziari non bancari, tenendo presenti le caratteristiche del soggetto vigilato e la disciplina speciale che regola la Gestione Separata.

CDP è altresì soggetto al controllo di una Commissione Parlamentare di Vigilanza e della Corte dei Conti.

Alla data della presente Relazione, la struttura aziendale di CDP prevede quanto segue:

- riportano al Consiglio di Amministrazione: l'Amministratore Delegato e Direttore Generale, il Chief Audit Officer.
- riportano all'Amministratore Delegato e Direttore Generale: Public Affairs; Group Identity & Communications e Sustainability; CEO Staff & Business Plan Monitoring; il Chief Legal Officer; il Chief Operating Officer; il Chief Risk Officer; il Chief Financial Officer; il Chief Business Officer; Group Real Estate; Partecipazioni.

L'organigramma di CDP, al 31 dicembre 2016, è il seguente:



2. Relazione sulla gestione 2016

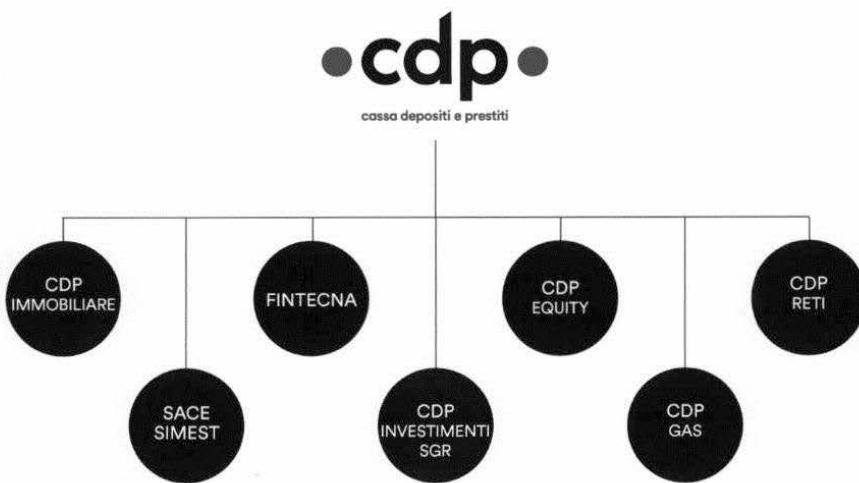
L'organico di CDP al 31 dicembre 2016 è composto da 695 unità, di cui 68 dirigenti, 312 quadri direttivi, 296 impiegati, 16 altre tipologie contrattuali (collaboratori e stage) e 3 distaccati dipendenti di altro ente.

Nel corso del 2016 è proseguita la crescita dell'organico sia in termini quantitativi che qualitativi: sono entrate 108 risorse a fronte di 51 uscite.

Rispetto allo scorso anno, l'età media è diminuita dai 45 ai 44 anni, mentre rimane invariata la percentuale dei dipendenti con elevata scolarità (laurea o master, dottorati, corsi di specializzazione post lauream), che si assesta al 65%.

L'organico delle società soggette a direzione e coordinamento da parte della Capogruppo CDP al 31 dicembre 2016 è composto da 1.923 unità; rispetto alla situazione in essere al 31 dicembre 2015 l'organico risulta in crescita del 2% con un aumento di 46 risorse.

## 1.2 Società soggette a direzione e coordinamento



### Gruppo SACE

#### Breve descrizione e azionariato

SACE è stata costituita nel 1977 come entità pubblica posta sotto la sorveglianza del MEF. Successivamente, nel corso del 2004, è avvenuta la trasformazione in S.p.A., controllata al 100% dal MEF. In data 9 novembre 2012 CDP ha acquisito l'intero capitale sociale di SACE dal MEF.

Il gruppo SACE è un operatore assicurativo-finanziario attivo nell'export credit, nell'assicurazione del credito, nella protezione degli investimenti, nelle garanzie finanziarie, nelle cauzioni, nel factoring.

## 1. Composizione del Gruppo CDP

Nello specifico, all'oggetto sociale di SACE S.p.A. sono riconducibili le attività di assicurazione, riassicurazione, coassicurazione e garanzia dei rischi di carattere politico, catastrofico, economico, commerciale e di cambio, nonché dei rischi a questi complementari, ai quali sono esposti gli operatori nella loro attività con i paesi esteri. SACE S.p.A. è inoltre attiva nel rilascio di garanzie e coperture assicurative per imprese estere in relazione a operazioni che siano di rilievo strategico per l'economia italiana sotto i profili dell'internazionalizzazione e della sicurezza economica.

Il gruppo SACE si compone, oltre che di SACE S.p.A., delle seguenti società:

- SACE BT, costituita nel 2004, attiva nel mercato dell'assicurazione del credito a breve termine;
- SACE FCT, costituita nel 2010, attiva nel finanziamento dei crediti commerciali, con particolare riferimento ai crediti con la Pubblica Amministrazione;
- SACE SRV, costituita nel 2007 e controllata da SACE BT, specializzata in acquisizione di informazioni commerciali, gestione istruttorie e recupero crediti;
- SACE Do Brasil, costituita nel 2012.

A partire dal 30 settembre 2016, a seguito del conferimento della partecipazione in SIMEST da parte di CDP, il perimetro di attività del Gruppo si è esteso ulteriormente, includendo l'acquisizione di partecipazioni al capitale di imprese, il finanziamento dell'attività di imprese italiane all'estero e la fornitura di servizi di assistenza tecnica e di consulenza professionale alle aziende italiane che attuano processi di internazionalizzazione.

## Organizzazione e personale

Al 31 dicembre 2016 l'organico del gruppo SACE è composto da 892 risorse, di cui 57 dirigenti, 386 funzionari e 449 impiegati. Rispetto al 31 dicembre 2015 l'organico ha registrato un incremento di 169 unità riferibile per 162 unità all'inclusione nel perimetro SACE dei dipendenti di SIMEST.

## CDP Equity

### Breve descrizione e azionariato

CDP Equity è la nuova denominazione assunta, a partire dal 31 marzo 2016, da Fondo Strategico Italiano, società costituita in data 2 agosto 2011.

Nel mese di dicembre 2016, a seguito del perfezionamento del recesso dell'azionista Banca d'Italia, per l'intera quota detenuta (pari al 20%), il capitale sociale di CDP Equity risulta detenuto da CDP per il 97,1% e per la quota rimanente da Fintecna.

CDP Equity opera acquisendo partecipazioni, generalmente di minoranza, in imprese di "rilevante interesse nazionale", che si trovino in una stabile situazione di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale e che siano idonee a generare valore per gli investitori.

In data 2 luglio 2014, con Decreto Ministeriale, il MEF ha ampliato il perimetro di investimento di CDP Equity includendo: (i) tra i "settori strategici" i settori "turistico-alberghiero, agroalimentare e distribuzione, gestione dei beni culturali e artistici" e (ii) tra le società di "rilevante interesse nazionale", le società che – seppur non costituite in Italia – operino in alcuni dei menzionati settori e dispongano di controllate (o stabili organizzazioni) nel territorio nazionale con, cumulativamente, un fatturato annuo netto non inferiore a 50 milioni di euro e un numero medio di dipendenti nel corso dell'ultimo esercizio non inferiore a 250.

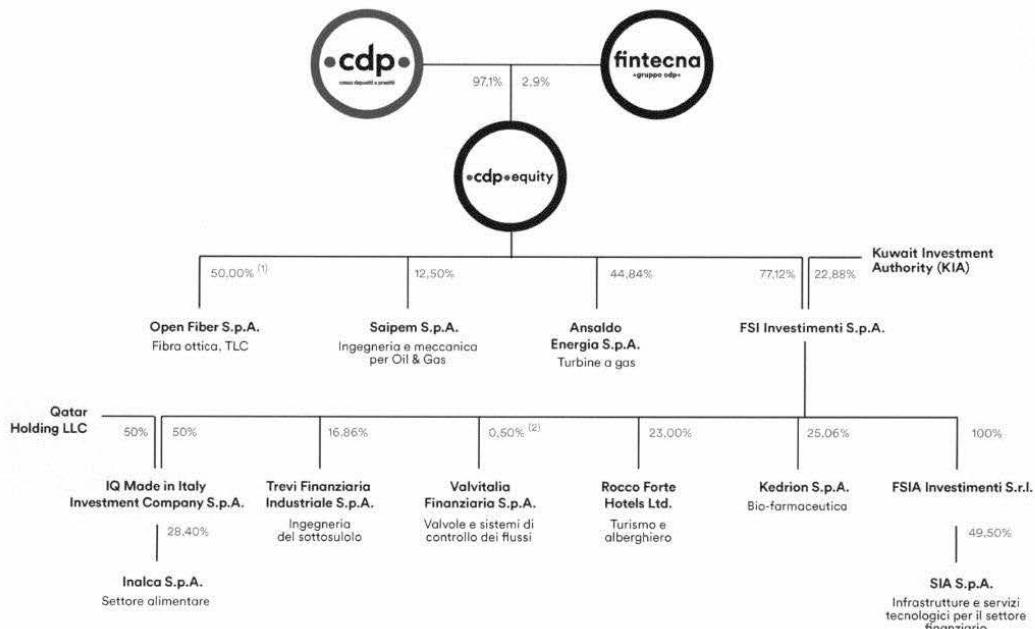
Come previsto dallo Statuto, il capitale di CDP Equity è aperto ad altri investitori istituzionali italiani ed esteri. A tal riguardo, anche sulla base di un'attività di *fundraising* promossa da CDP Equity secondo criteri di trasparenza e non discriminazione, nel 2013 si è concretizzata la costituzione della joint venture IQ Made in Italy Investment Company (IQMIIC) con Qatar Holding LLC per investimenti nei settori del "Made in Italy", mentre nel 2014 è stata costituita una nuova società di investimento, denominata FSI Investimenti, detenuta per il 77% circa da CDP Equity e per il 23% circa da Kuwait Investment Authority.

Si segnala che, nell'ambito del nuovo Piano Industriale di Gruppo, è stato avviato un progetto di complessiva razionalizzazione del portafoglio equity della società.

## 2. Relazione sulla gestione 2016

In particolare, il progetto prevede due distinte direttive: (i) investimenti definibili come "stabili", ossia in aziende d'interesse "sistemico" per l'economia nazionale e con un orizzonte di investimento di lungo periodo, perseguiti da CDP Equity in più stretto coordinamento con la stessa CDP e (ii) investimenti "per la crescita" di aziende di medie dimensioni, finalizzati al supporto dei piani di sviluppo aziendali (con accompagnamento verso la quotazione), attraverso un fondo chiuso riservato, gestito da una Società di Gestione del Risparmio, costituita inizialmente da CDP e denominata FSI SGR, ma successivamente aperta a investitori terzi, con CDP azionista di minoranza.

A seguito dell'operazione di razionalizzazione societaria, la struttura di CDP Equity si presenta come segue:



(1) In caso di mancato esercizio dell'opzione da parte di FSI.  
 (2) 49,5% pro forma post conversione POC.

## Organizzazione e personale

Con riferimento al dimensionamento dell'organico, al 31 dicembre 2016, CDP Equity include 40 risorse, rispetto alle 41 di fine 2015.

## Fintecna

### Breve descrizione e azionariato

Fintecna è la società nata nel 1993 con il mandato di procedere alla ristrutturazione delle attività rilanciabili e/o da gestire a stralcio connesse con il processo di liquidazione della società Irtecna, nell'ottica anche di avviare il processo di privatizzazione. A partire da dicembre 2002, è divenuta efficace l'incorporazione in Fintecna dell'IRI in liquidazione, con le residue attività.

## 1. Composizione del Gruppo CDP

Ad oggi, la principale partecipazione di Fintecna è rappresentata dalla quota di controllo nel capitale di Fincantieri, pari al 71,64%. A seguito della quotazione di Fincantieri sul mercato azionario, Fintecna non detiene più l'attività di direzione e coordinamento sulla Società.

In data 9 novembre 2012, CDP ha acquisito l'intero capitale sociale di Fintecna dal MEF.

L'azione del gruppo Fintecna si concretizza, attualmente, nelle seguenti principali linee di attività:

- gestione delle partecipazioni attraverso un'azione di indirizzo, coordinamento e controllo;
- gestione di processi di liquidazione;
- gestione del contenzioso prevalentemente proveniente dalle società incorporate;
- altre attività tra cui il supporto delle popolazioni colpite dagli eventi sismici verificatisi in Emilia nel 2012 e nel Centro Italia nel 2016.

### Organizzazione e personale

Al 31 dicembre 2016, l'organico di Fintecna è composto da 134 risorse, di cui 15 dirigenti, in diminuzione di 7 unità rispetto a fine 2015.

## CDP Immobiliare

### Breve descrizione e azionariato

CDP Immobiliare (in precedenza Fintecna Immobiliare) è una società nata nel 2007 all'interno del gruppo Fintecna per accompagnare il piano di ristrutturazione dei settori delle costruzioni, dell'ingegneria civile e dell'impiantistica facenti capo all'ex Gruppo IRI. Nel mese di novembre 2013, a esito dell'operazione di scissione delle attività immobiliari di Fintecna, è avvenuto il passaggio a CDP delle partecipazioni totalitarie detenute da Fintecna in CDP Immobiliare e in Quadrante.

Negli anni, CDP Immobiliare ha acquisito un'esperienza specifica nel settore delle trasformazioni e valorizzazioni urbanistiche e l'ha estesa poi all'intera filiera immobiliare con lo sviluppo dell'attività di gestione, costruzione e commercializzazione. A oggi, la Società ha come *mission* la valorizzazione del proprio patrimonio immobiliare attraverso operazioni di sviluppo e riqualificazione urbanistica del territorio, che attua anche mediante *partnership* con investitori privati.

In particolare, al 31 dicembre 2016 la Società dispone di un patrimonio immobiliare complessivo di circa 1.277 milioni di euro, di cui 383 milioni di euro di proprietà e 894 milioni di euro detenuti tramite 14 società veicolo in *partnership* con primari operatori nazionali e internazionali.

### Organizzazione e personale

L'organico di CDP Immobiliare al 31 dicembre 2016 risulta pari a 123 risorse, di cui 20 dirigenti, 42 quadri e 61 impiegati. Rispetto al 31 dicembre 2015, si evidenzia una riduzione di 6 risorse compensato dall'ingresso di una nuova risorsa.

## CDP Investimenti SGR

### Breve descrizione e azionariato

CDP Investimenti SGR (CDPI SGR) è stata costituita il 24 febbraio 2009 per iniziativa di CDP, unitamente all'Associazione delle Fondazioni bancarie e Casse di Risparmio (ACRI) e all'Associazione Bancaria Italiana (ABI). La società ha sede a Roma e il capitale sociale risulta pari a 2 milioni di euro, di cui il 70% sottoscritto da CDP.

CDPI SGR è attiva nel settore del risparmio gestito immobiliare e in particolare nella promozione, istituzione e gestione di fondi chiusi, riservati a investitori qualificati e dedicati a quattro specifici segmenti del mercato immobiliare: valorizzazione del patrimonio immobiliare di proprietà dello Stato e degli enti pubblici, *social housing*, turismo e *smart housing & smart working*.

2. Relazione sulla gestione 2016

A oggi, CDPI SGR gestisce quattro fondi immobiliari: il Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA), il Fondo Investimenti per il Turismo (FIT), il Fondo Investimenti per la Valorizzazione (FIV, costituito da Comparto Plus e Comparto Extra) e il Fondo Smart housing, working, education & innovation (FIA 2).

Il FIA, la cui gestione è stata avviata dalla società in data 16 luglio 2010, ha la finalità istituzionale di incrementare l'offerta sul territorio di alloggi sociali. Il FIA investe prevalentemente in fondi immobiliari e iniziative locali di edilizia privata sociale mediante partecipazioni, anche di maggioranza, ciascuna fino a un limite massimo dell'80% del capitale/patrimonio del veicolo partecipato.

Il FIT, operativo da luglio 2016, si configura come fondo di fondi ed è finalizzato all'attivazione di investimenti nel settore immobiliare ricettivo. L'attività, realizzata attraverso la costituzione di fondi immobiliari veicolo partecipati anche da investitori terzi, ha come fine quello di favorire lo sviluppo dell'infrastruttura immobiliare turistica del paese, attraverso l'acquisizione di beni immobili con destinazione alberghiera, ricettiva, turistica-ricreativa, commerciale o terziaria, o da destinare a tale uso, prevalentemente a reddito o da mettere a reddito, per la successiva detenzione di lungo periodo.

Il FIV è un fondo di investimento immobiliare multicompardo che ha quale obiettivo quello di favorire la privatizzazione degli immobili di proprietà dello Stato e degli enti pubblici. Il Fondo opera acquisendo, anche mediante la partecipazione ad aste o altre procedure competitive, beni immobili con un potenziale di valore inespresso, anche legato a modifiche della destinazione d'uso, alla riqualificazione o alla messa a reddito e quindi da valorizzare. A differenza del FIA e del FIT, che operano come fondi di fondi, il FIV effettua investimenti diretti in beni immobili e l'attività di *asset management* è orientata all'incremento del valore degli immobili acquisiti mediante una gestione attiva e alla successiva dismissione degli stessi, anche in relazione all'andamento del mercato.

Infine, nel corso del 2016 sono state avviate le attività propedeutiche al lancio di FIA 2, finalizzato alla trasformazione urbanistica di 14 grandi città italiane in *smart cities*. Il Fondo, divenuto operativo nei primi mesi del 2017 e gestito da CDPI SGR, punta a riqualificare e riconvertire edifici e complessi immobiliari in disuso nelle città metropolitane e nei capoluoghi di provincia, senza consumo di nuovo suolo, con destinazioni di smart housing, smart working, a supporto della formazione e delle nuove tecnologie.

## Organizzazione e personale

Al 31 dicembre 2016 l'organico della Società è composto da 47 unità (di cui 9 dirigenti, 22 quadri e 16 impiegati), in aumento di 9 unità rispetto alla fine del 2015.

## Altre società soggette a direzione e coordinamento

### CDP RETI

#### Breve descrizione e azionariato

CDP RETI è un veicolo di investimento costituito nel mese di ottobre 2012. I suoi azionisti, a seguito dell'operazione di apertura del capitale a terzi investitori del novembre 2014, risultano: CDP per il 59,1%, State Grid Europe Limited per il 35,0% e altri investitori istituzionali italiani per il 5,9%.

La Società gestisce le partecipazioni in SNAM (con una quota pari al 28,98%), Terna (con una quota pari al 29,85%) e Italgas (con una quota pari al 25,08%). Quest'ultima è stata acquisita a seguito della scissione parziale e proporzionale della partecipazione detenuta da SNAM in Italgas e dell'ammissione alle negoziazioni sull'MTA (Mercato Telematico Azionario) delle azioni di Italgas, perfezionata il 7 novembre 2016.

CDP RETI si qualifica come investitore di lungo termine con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo delle infrastrutture di trasporto, dispacciamento, rigassificazione, stoccaggio e distribuzione del gas naturale così come della trasmissione di energia elettrica.

## 1. Composizione del Gruppo CDP

### Organizzazione e personale

Al 31 dicembre 2016, CDP RETI ha in organico 4 dipendenti e per lo svolgimento della propria attività si avvale del supporto operativo della capogruppo CDP mediante la definizione di accordi contrattuali stipulati a condizioni di mercato.

### CDP GAS

#### Breve descrizione e azionariato

CDP GAS è un veicolo di investimento, costituito nel mese di novembre 2011 e posseduto al 100% da CDP, attraverso il quale, in data 22 dicembre 2011, è stata acquisita da ENI International B.V. una quota partecipativa pari all'89% di TAG, società che gestisce in esclusiva il trasporto di gas del tratto austriaco del gasdotto che dalla Russia giunge in Italia.

In seguito, nell'ambito di un progetto di razionalizzazione delle società che gestiscono le reti di trasporto gas, CDP GAS ha concluso con SNAM il trasferimento della partecipazione detenuta in TAG mediante un aumento di capitale a essa riservato. A seguito di tale operazione, CDP GAS ha acquisito una quota partecipativa in SNAM pari a circa il 3,4%.

Nel corso dell'esercizio 2015, in coerenza con gli indirizzi ricevuti dalla capogruppo, CDP GAS ha ceduto sul mercato il 2,3% del capitale sociale di SNAM, riducendo la propria quota di partecipazione nella società all'1,1%.

A far data dal 7 novembre 2016, con il perfezionamento della scissione parziale e proporzionale di SNAM avente ad oggetto la partecipazione in Italgas, CDP GAS detiene una quota partecipativa in Italgas pari allo 0,97%.

Si segnala che, nel mese di dicembre 2016, CDP ha avviato i lavori per la razionalizzazione del portafoglio partecipativo del Gruppo CDP. In tale contesto, CDP ha deliberato la fusione per incorporazione di CDP GAS in CDP. Questa operazione, che si perfezionerà nel 2017, consentirà di eliminare un veicolo societario non più funzionale alle attività per cui era stato costituito e di ridurre i costi operativi complessivi.

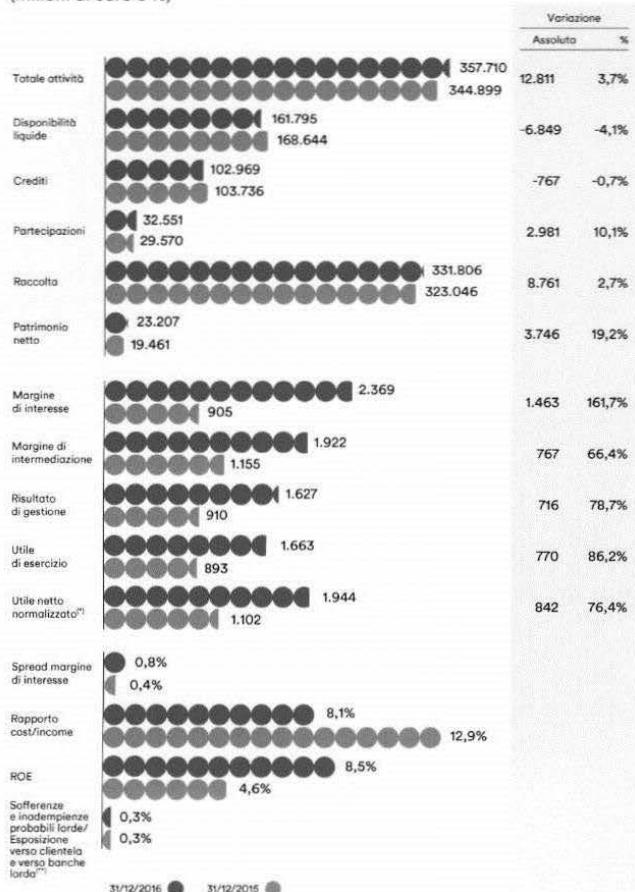
### Organizzazione e personale

Al 31 dicembre 2016 CDP GAS non presenta dipendenti in organico e per le attività di supporto amministrativo fa ricorso alla capogruppo CDP in base a un contratto di servizio stipulato a condizioni di mercato.

2. Relazione sulla gestione 2016

## 2. Dati economici, finanziari e patrimoniali e indicatori di performance

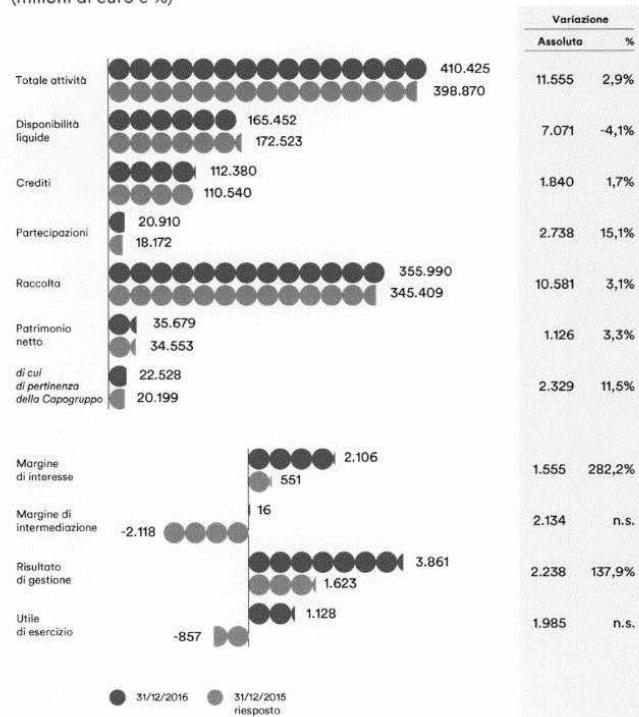
CDP S.p.A. - Dati economico-patrimoniali e indicatori di performance  
(milioni di euro e %)



(\*) L'utile normalizzato è al netto delle componenti economiche non ricorrenti relative (i) per l'esercizio 2016 all'impairment delle partecipazioni in CDP Immobiliare e nel Fondo Atlante (per complessivi 564 milioni di euro) e al beneficio ACE (per complessivi 188 milioni di euro) e (ii) per l'esercizio 2015 all'impairment delle partecipazioni in CDP Immobiliare e Fintecna (per complessivi 209 milioni di euro).

(\*\*) L'esposizione netta è calcolata al netto del fondo svalutazione crediti deteriorati e include Crediti verso Banche e Clientela e gli impegni a erogare.

## 2. Dati economici, finanziari e patrimoniali e indicatori di performance

Gruppo CDP - Dati economico-patrimoniali<sup>1</sup> e indicatori di performance  
(milioni di euro e %)<sup>1</sup> Riclassificati (cfr. par. 4.4.2).

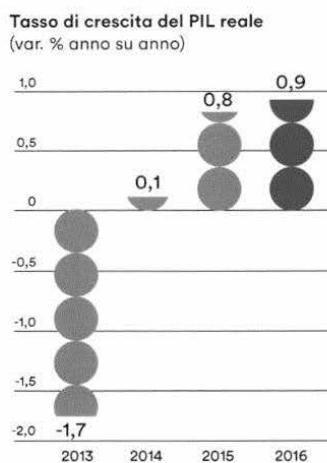
2. Relazione sulla gestione 2016

## 3. Scenario macroeconomico e contesto di mercato

### 3.1 Scenario macroeconomico

L'economia mondiale ha chiuso il 2016 registrando un tasso di crescita del PIL sostanzialmente in linea con quello del 2015 (3,2% e 3,1% rispettivamente per il 2015 e il 2016), secondo le ultime proiezioni del Fondo Monetario Internazionale (FMI). Nell'area dell'euro le condizioni monetarie e finanziarie sono rimaste accomodanti, pur riscontrando, nella fase finale dell'anno, un ampliamento dei rendimenti dei titoli di Stato, in particolare dei titoli italiani a lunga scadenza rispetto agli omologhi tedeschi. Nel 2016, l'Area dell'euro ha registrato un tasso di crescita moderatamente ridotto, pari all'1,7%, a fronte del 2,0% registrato nel 2015. Sul rallentamento della ripresa dell'Eurozona ha pesato l'incertezza politica che ha accompagnato l'Europa e gli Stati Uniti nella seconda parte dell'anno, iniziata con il referendum di giugno che ha sancito la decisione del Regno Unito di abbandonare l'Unione Europea e culminata a novembre con le elezioni americane. Proprio gli Stati Uniti, secondo le ultime proiezioni, hanno segnato una flessione del tasso di crescita del PIL, tra il 2015 e il 2016, passando dal 2,6% all'1,6%, rispettivamente nei due anni.

In questo contesto, nel 2016, l'economia italiana ha rafforzato il tasso di crescita, attestandosi a 0,9% in miglioramento dallo 0,8% del 2015. In particolare, si osserva un andamento positivo di quasi tutte le componenti del PIL. I consumi delle famiglie sono cresciuti dell'1,3%, secondo le stime di Banca d'Italia, mentre gli investimenti fissi lordi hanno registrato una crescita del 2,1% (0,6% nel 2015). La dinamica del PIL è stata favorita da una politica fiscale più accomodante, cresciuta dello 0,8% nell'anno passato.



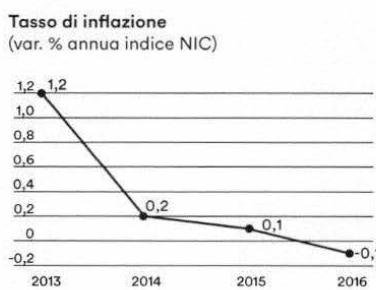
Fonte dati: FMI.

Con riferimento al mercato del lavoro, nel 2016 si sono evidenziati progressi grazie al consolidamento del tasso di crescita dell'e-

## 3. Scenario macroeconomico e contesto di mercato

conomia e al prolungamento, seppur in misura più contenuta, degli sgravi fiscali che il Governo ha varato per il 2015. In particolare, l'occupazione, è cresciuta dell'1% a fronte di una moderata discesa del tasso di disoccupazione (dall'11,9% nel 2015 all'11,5% del 2016), per effetto dell'aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro. Permangono, tuttavia, elementi di criticità: la disoccupazione giovanile, ad esempio, è rimasta stabile su livelli molto elevati, attestandosi in media al 40% nel 2016<sup>2</sup>.

L'inflazione è rimasta, in media, pressoché costante e molto contenuta. Nel corso dell'anno, l'indice generale nazionale dei prezzi al consumo ha registrato una variazione negativa, in media pari allo 0,1%. In particolare, la dinamica notevolmente compresa dell'inflazione, come nel 2015, è stata causata essenzialmente da un livello ancora contenuto dei prezzi dei beni energetici.



Fonte dati: FMI.

Nel 2016, la produzione industriale ha segnato un rialzo dell'1,6% rispetto al 2015. Tale andamento è stato favorito da una forte crescita della produzione di beni strumentali e di beni intermedi (rispettivamente +3,7% e +2,3% rispetto all'anno passato), mentre rimane stazionaria la produzione industriale dei beni di consumo. Nello specifico, le attività manifatturiere hanno segnato un aumento dell'1,9%, trainate dalla produzione dei mezzi di trasporto (+5,1%) e dei macchinari (+3,6%); prosegue invece la dinamica negativa dell'attività estrattiva (-6,2%), che sconta la debolezza del comparto energetico.

Al terzo trimestre del 2016, il reddito disponibile delle famiglie, valutato a prezzi correnti, è aumentato del 2,3% rispetto al 2015. Considerato il tasso di crescita nullo dei prezzi al consumo, l'aumento del reddito disponibile si è tradotto interamente in un aumento del potere d'acquisto delle famiglie, accresciuto del 2,3%. Al contempo, la spesa delle famiglie per consumi finali, in valori correnti, è cresciuta dell'1,6%. La propensione al risparmio delle famiglie, pertanto, ha registrato un leggero aumento, attestandosi a un tasso del 9,3%<sup>3</sup>.

## 3.2 Il settore creditizio

### 3.2.1 Politiche monetarie e tassi

Nel corso del 2016, date le aspettative incerte di ripresa dell'inflazione nel medio termine, la BCE ha proseguito la sua politica espansiva. Il Consiglio Direttivo ha deciso di ridurre il tasso d'interesse sui depositi, portandolo a -0,4% e i tassi di rifinanziamento principale e marginale, portandoli rispettivamente allo 0,0% e allo 0,25%. Al contempo, la BCE ha deciso di estendere il programma di acquisto titoli (APP) anche ai titoli di debito di aziende non finanziarie prolungandone al contempo la durata fino a fine 2017.

Le condizioni di liquidità degli istituti bancari sono tornate sotto tensione nel corso del 2016, con un significativo aumento dei fondi richiesti alla BCE ponendo sotto osservazione il settore bancario italiano. A fine anno gli importi richiesti a BCE ammonta-

<sup>2</sup> Istat, Occupati e disoccupati. Febbraio 2017.

<sup>3</sup> Istat, Reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società. III trimestre 2016, 5 gennaio 2017.

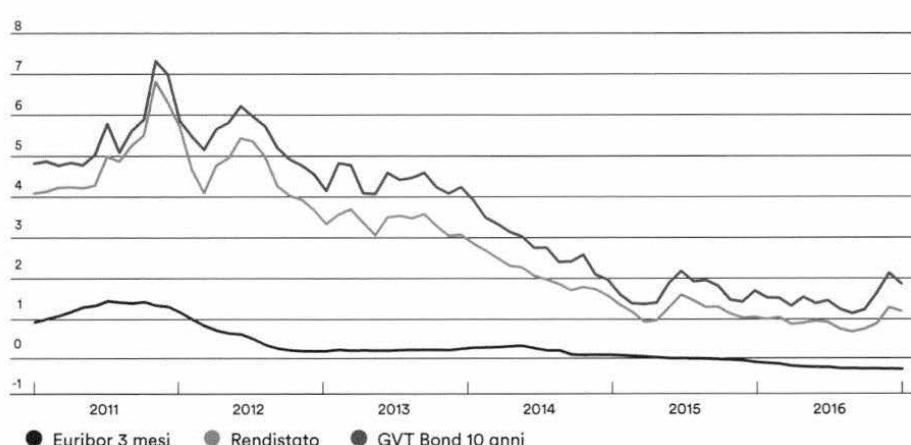
## 2. Relazione sulla gestione 2016

tavano a circa 204 miliardi di euro, in un aumento di 46 miliardi di euro rispetto a dicembre 2015. In particolare, il ricorso alle aste di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) è stato pari a circa 48 miliardi di euro, portando le consistenze a 188 miliardi di euro mentre i fondi richiesti a valere sulle operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations* - MRO) si sono attestati a 16 miliardi di euro alla fine del 2016, in riduzione di 2 miliardi rispetto all'anno precedente.

La politica accomodante della BCE ha favorito una progressiva riduzione dei tassi di mercato nel corso dell'anno. Il tasso Euribor a 3 mesi, infatti, è sceso a -0,33% a dicembre, dallo -0,16% di inizio anno, mentre il tasso Eonia è passato da -0,23% a -0,35%.

Le tensioni sul mercato dei titoli del debito sovrano sono diminuite nel corso dei primi mesi del 2016, non solo grazie agli effetti del quantitative easing e delle altre politiche monetarie messe in campo dalla BCE, ma anche grazie alla ripresa, ancorché modesta, del ciclo economico. Dopo il minimo raggiunto a metà marzo, lo spread sui titoli pubblici decennali italiani rispetto agli equivalenti tedeschi ha ripreso ad allargarsi a causa del riacquisto dei rischi politici in Europa, attestandosi intorno ai 160 punti base a fine anno<sup>4</sup>. Contestualmente, l'indice generale del Rendistato – che ad agosto aveva raggiunto il suo minimo pari all'1,05% è progressivamente aumentato, attestandosi all'1,2% a dicembre 2016, in riduzione di circa 15 punti base rispetto al valore dell'anno precedente<sup>5</sup>.

Principali tassi di interesse (%)



Fonte dati: Elaborazioni su dati Reuters.

Nonostante il miglioramento delle condizioni di liquidità delle banche italiane, gli impegni verso il settore privato e le amministrazioni pubbliche hanno continuato a ridursi (-1,6% su base annua a novembre). La riduzione dei prestiti, estesa a quasi tutti i comparti, è stata parzialmente attenuata dall'andamento positivo dei prestiti alle famiglie, che a novembre ha registrato un aumento dello 0,7% su base annua. La dinamica dei prestiti alle imprese è rimasta negativa (-2,3%), in controtendenza rispetto all'Area euro, dove si è assistito a un incremento particolarmente significativo in Francia (+4,4%) e in Germania (+2,3%).

Con riferimento ai principali tassi d'interesse bancari, il tasso medio sulla raccolta bancaria da clientela residente si è ridotto progressivamente nel corso dell'anno fino allo 0,97% a dicembre 2016 (1,2% a fine 2015). In particolare, sono diminuiti sia i tassi medi sui depositi (0,4%, -10 punti base su base annua), sia il tasso sulle obbligazioni bancarie (2,75%, -15 punti base su base annua). Parallelamente, il tasso d'interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie ha registrato nel corso del 2016 una riduzione ancora maggiore, attestandosi al 2,85% nel mese di dicembre (-40 punti base rispetto allo stesso mese dell'anno precedente)<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Elaborazioni su dati Thomson Reuters - Datastream.

<sup>5</sup> Elaborazioni su dati Thomson Reuters - Datastream.

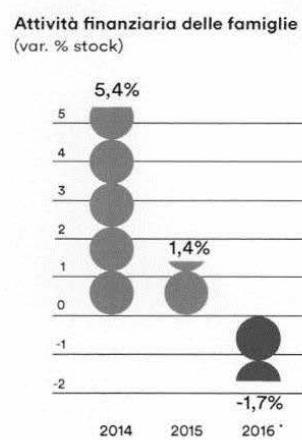
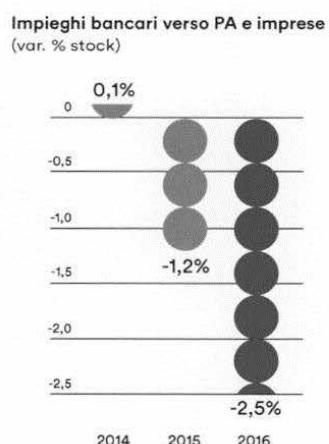
<sup>6</sup> Cfr. ABI Monthly Outlook, gennaio 2017.

3. Scenario macroeconomico e contesto di mercato

### 3.2.2 Impieghi e raccolta nel mercato di riferimento di CDP

Il mercato di riferimento delle attività di impiego di CDP ha continuato a contrarsi nel corso del 2016. Il volume dei prestiti alle amministrazioni pubbliche e alle società non finanziarie ha registrato una riduzione complessiva del 2,5% con una contrazione sia dei prestiti alle società non finanziarie (-2,2%), sia dei prestiti alle Amministrazioni pubbliche (-3,4%). Nell'ambito degli impieghi verso la PA, i prestiti alle Amministrazioni centrali e quelli agli enti locali hanno registrato dinamiche analoghe a dicembre 2016, i primi hanno registrato una diminuzione del 4,0% rispetto all'anno precedente, i secondi si sono ridotti dell'1,7% attestandosi a circa 68,5 miliardi di euro.<sup>7</sup>

I prestiti in sofferenza delle banche sono leggermente diminuiti nel corso dell'anno grazie alla ripresa del ciclo economico. A fine anno, le sofferenze lorde hanno registrato una riduzione dell'1,0%, attestandosi a circa 199 miliardi di euro; nonostante tale dinamica, il rapporto tra le sofferenze e gli impieghi è rimasto stabile al 12,2%<sup>8</sup>, per effetto della contrazione di questi ultimi.



\* Dati al terzo trimestre 2016.

Fonte dati: Banca d'Italia.

Per quanto riguarda il mercato di riferimento della raccolta di CDP, nel terzo trimestre 2016, il tasso di crescita dello stock delle attività finanziarie delle famiglie è tornato negativo<sup>9</sup>. In particolare, le consistenze si sono ridotte dell'1,7%, interrompendo la serie positiva iniziata nel 2014. Tale inversione è principalmente imputabile all'andamento negativo delle componenti a reddito fisso e azionario del portafoglio delle famiglie.

In un contesto di bassi rendimenti offerti e di relativa incertezza sulle prospettive di crescita dei redditi, le famiglie hanno continuato a preferire strumenti più liquidi, a scapito di quelli a più lunga scadenza. Il comparto del risparmio gestito e delle assicurazioni ramo vita, ha registrato variazioni significative su base annua, anche grazie all'andamento favorevole dei corsi azionari nella prima parte dell'anno. Parallelamente, la quota dei titoli di Stato nel portafoglio delle famiglie è diminuita significativamente, a seguito della compressione dei rendimenti offerti dal Tesoro.

<sup>7</sup> Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

<sup>8</sup> Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

<sup>9</sup> Le attività finanziarie delle famiglie comprendono la raccolta bancaria (conti correnti, depositi e obbligazioni), le quote dei fondi comuni (risparmio gestito), i titoli di Stato e le assicurazioni ramo vita. Tasso di crescita calcolato al Q3 t/t.

2. Relazione sulla gestione 2016

Nel corso dell'anno, lo stock delle obbligazioni bancarie ha continuato a ridursi, anche per effetto di una minore offerta di sul mercato, in parte dovuta a un'aumentata percezione di rischiosità di questi strumenti da parte della clientela, in particolare di quella retail.

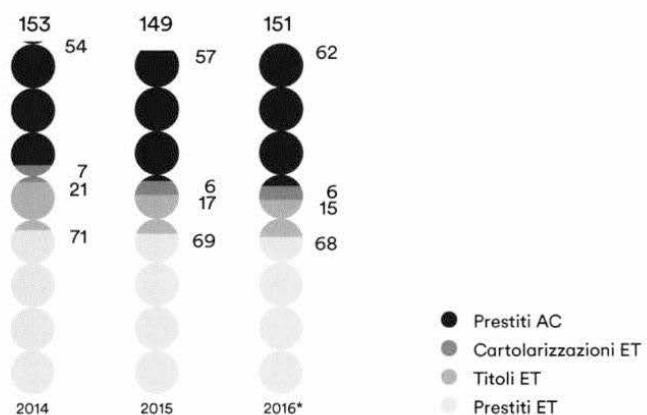
### 3.3 Contesto di riferimento della finanza pubblica

Gli andamenti dei saldi di finanza pubblica hanno mostrato nel 2016 un lieve miglioramento rispetto al 2015 per effetto della prosecuzione di politiche fiscali espansive. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, infatti, è stimato al -2,5% del PIL, a fronte del -2,6% realizzato nell'anno precedente, mentre il saldo primario si è ridotto dello 0,1%, scendendo dall'1,4% all'1,3%<sup>10</sup>.

Il miglioramento dell'indebitamento netto è dovuto alla riduzione delle uscite totali delle Amministrazioni pubbliche pari al 49,7% del PIL e con una diminuzione dello 0,7% rispetto all'anno precedente che compensa la riduzione delle entrate pari al 47,3% del PIL e in diminuzione dello 0,6% rispetto al 2015. Per quanto riguarda, infine, il debito pubblico, nel 2016 si registra un incremento dello 0,5% rispetto al 2015, passando dal 132,7% al 133,2% del PIL.

Analizzando il mercato di riferimento di CDP, composto dai finanziamenti agli Enti territoriali (Comuni, Province, Regioni e Altri enti locali) e dai prestiti alle Amministrazioni centrali, l'ammontare dei prestiti in essere erogati agli Enti territoriali si è attestato a circa 68 miliardi di euro a dicembre 2016, in riduzione di 1 miliardo di euro rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Alla stessa data, il volume dei titoli emessi dagli Enti territoriali si è attestato a 15 miliardi di euro, in diminuzione di circa 2 miliardi rispetto al 2015, mentre le cartolarizzazioni e le altre forme di indebitamento finanziario sono risultate pari a 6 miliardi di euro, in linea con il dato degli ultimi due anni.

Stock debito Enti territoriali e prestiti Amministrazioni centrali  
(miliardi di euro)



\* Dati a novembre 2016.  
Fonte dati: Banca d'Italia.

<sup>10</sup> FMI.

## 3. Scenario macroeconomico e contesto di mercato

Il debito degli Enti territoriali si è ridotto di circa 3 miliardi di euro nel corso del 2016, attestandosi a fine anno a 89 miliardi di euro. Il contributo maggiore è dato dagli enti locali regionali e comunali con un debito pari a circa 72 miliardi di euro (81% del debito totale degli Enti territoriali), a fronte di un debito delle province risultata essere di circa 7,5 miliardi di euro (8% del totale) e di un debito degli Altri Enti locali pari a circa 9,5 miliardi di euro (11%).

I prestiti con onere a carico delle Amministrazioni centrali sono aumentati su base annua di circa 5 miliardi di euro nel corso dell'anno, passando da 57 a 62 miliardi di euro, in controtendenza rispetto agli Enti territoriali. Nel suo complesso, il mercato di riferimento di CDP, nello stesso periodo, è leggermente aumentato, portandosi a un livello di 151 miliardi di euro, invertendo il trend decrescente registrato negli anni precedenti.

## 3.4 Contesto di riferimento del settore immobiliare

Nel corso del 2016, seppur in un contesto nuovamente segnato da un elevato grado di incertezza, il mercato immobiliare italiano ha accennato a una timida inversione di tendenza, almeno in termini di volumi, confermando, tuttavia, a livello di prezzi una notevole debolezza. Superati gli anni di crisi più severa sembra consolidarsi una nuova stagione, caratterizzata dalle contraddizioni tipiche delle fasi di inversione ciclica.

Il 2016 ha visto il ritorno di interesse della domanda per l'investimento immobiliare diretto che, nonostante la precarietà delle prospettive e le fragilità reddituali, nel nostro Paese rimane un pilastro fondamentale nelle scelte allocative delle famiglie. In questo contesto si stanno facendo strada nuove componenti in grado di sostenere il mercato che riguardano la domanda in locazione che meglio risponde ai mutamenti in atto da un punto di vista sociale e demografico (che hanno determinato un sostanziale taglio delle risorse assegnate dalle famiglie a tale componente di spesa), nonché la riqualificazione del patrimonio esistente, in particolare con riferimento all'efficientamento energetico.

Con riferimento ai dati congiunturali, nel III trimestre 2016 le compravendite immobiliari hanno superato le 265 mila unità, evidenziando un incremento incoraggiante (17,8% su base annua). Tutti i comparti hanno mostrato una performance dinamica, con una menzione per il terziario (+31%) e il produttivo (+24,5%). Anche le compravendite di immobili a uso residenziale hanno evidenziato un generalizzato miglioramento (+17,4% su base annua), seppur con marcate differenze nelle principali aree urbane (dal +2,4% di Napoli al +25% di Genova), a conferma di una situazione complessiva segnata dalla crisi che ha impattato in modo strutturale il contesto economico, specialmente se più arretrato (Sud vs. Nord).

In questo contesto, la possibilità di ricorso all'indebitamento rappresenta il fattore in grado di dare reale concretezza a quella che altrimenti rischia di rimanere un'intenzione velleitaria. Questa circostanza espone inevitabilmente il settore alle fluttuazioni tipiche dei contesti più finanziarizzati, riducendone di fatto il potenziale anticiclico. Si tratta di un fenomeno che nel nostro Paese rischia di essere ancora più marcato che altrove, in ragione della precarietà della prospettiva economica generale, oltre che dell'esposizione del sistema bancario in fatto di crediti deteriorati.

Il ruolo centrale del credito nella dinamica espansiva del mercato è testimoniata dall'accresciuta incidenza delle compravendite finanziate sul totale, passata dal 44% del 2014 all'attuale 59,8%. Un'ascesa continua che testimonia la dipendenza da mutuo della ripresa in atto e, con essa, l'esposizione del mercato immobiliare all'andamento del sistema bancario italiano. Non deve sorprendere, dunque, che al rilancio dell'attività transattiva (+23,8% da fine 2013) non abbia fatto riscontro un'inversione di tendenza sul versante dei prezzi, che hanno invece proseguito la dinamica recessiva, seppure con intensità progressivamente decrescente (-1,4% su base annua nel II trimestre 2016). In tale contesto, rischia di essere determinante, in senso negativo, l'eventuale ripresa dei tassi, fortemente attesa, che potrebbe ulteriormente ritardare l'auspicata ripresa del settore (in particolare acquisti nel residenziale), a sostanziale conferma dell'opportunità di focalizzare il futuro della valorizzazione del patrimonio su investimenti destinati alla locazione.

Con riferimento ai segmenti non residenziali, il protrarsi della crisi ha determinato la progressiva polarizzazione del mercato con una distinzione sempre più marcata tra gli immobili di elevata qualità nelle "prime location" e gli immobili obsoleti e non più in linea con le nuove esigenze espresse dalla domanda in termini di efficienza e razionalità degli spazi.

## 2. Relazione sulla gestione 2016

Si sta affermando, inoltre, una graduale diversificazione degli investimenti che si stanno spostando verso asset class fino a poco tempo fa ritenute di scarso interesse quali gli alloggi per studenti, gli immobili legati all'assistenza sanitaria o gli hotel.

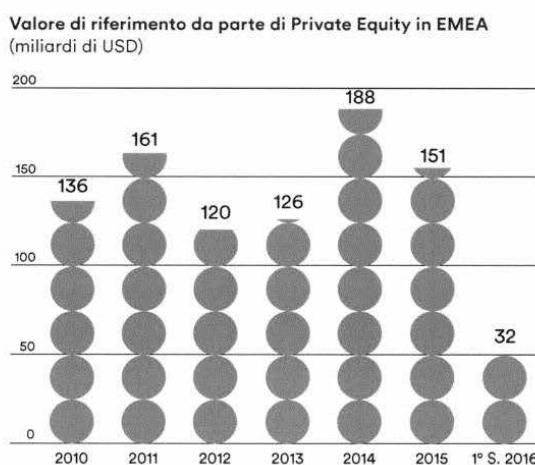
### 3.5 Contesto di riferimento nel settore del private equity

Il sistema economico italiano è caratterizzato da una rilevanza primaria della produzione industriale. Con un valore aggiunto prodotto superiore a 230 miliardi di euro dal settore manifatturiero nel 2015, l'Italia rappresenta la seconda economia manifatturiera d'Europa, con aziende leader globali in più di 900 categorie di prodotto merceologico.

In Italia il mercato borsistico è ancora abbastanza limitato, seppur abbia mostrato interessanti segni di dinamicità negli ultimi due anni. A fine dicembre 2016 Borsa Italiana riporta ufficialmente 387 società quotate nel nostro Paese (310 nel principale mercato telematico azionario, di cui 71 nel segmento STAR), a fronte di oltre mille in Francia. Vi sono tuttavia segnali incoraggianti relativamente alle quotazioni superiori a 100 milioni di euro: nel 2015 e nel 2016 vi sono state complessivamente alla Borsa di Milano 11 IPO sul principale mercato azionario, 8 nel 2015 e 3 nel 2016. Il dato registra un incremento rispetto al precedente biennio, che ha visto 2 quotazioni nel 2013 e 5 nel 2014, a fronte di 8 quotazioni nel 2015 e 3 nel 2016. La raccolta totale in IPO nel 2016 sul principale mercato azionario è stata pari a 3,0 miliardi di euro, in riduzione rispetto ai 5,7 miliardi di euro del 2015. Nel secondo semestre del 2016 è stata registrata 1 nuova IPO superiore a 100 milioni di euro sul principale mercato azionario.

In Italia, infine, la penetrazione del mercato di capitale di rischio (c.d. del private equity) rimane ancora limitata. Il mercato private equity ha rappresentato nel 2015 soltanto lo 0,16% del PIL, rispetto allo 0,48% del Regno Unito, allo 0,38% della Francia e a fronte di un dato medio europeo dello 0,30%. Nel 2015, i fondi di private equity hanno investito in Italia 4,6 miliardi di euro in 342 operazioni. Nonostante abbiano registrato un tasso di crescita annuo del 13% dal 2010, gli investimenti in Italia rappresentano solo circa il 5% del totale degli investimenti di private equity nei 28 paesi dell'Unione Europea, a fronte di un PIL nazionale che rappresenta oltre il 10% del PIL totale dei paesi UE.

Analizzando il perimetro di riferimento di CDPE su scala europea, si osserva come le operazioni realizzate nella prima metà del 2016 siano state pari a 64, con un controvalore di 32 miliardi di dollari, in flessione sia come numero che come valore rispetto alle operazioni realizzate nella prima metà del 2015 (79 operazioni per 44 miliardi di dollari).



Fonte dati: Dealogic.  
Include investimenti di valore superiore a 100 milioni di dollari, anche al di fuori del perimetro di riferimento.