

Nota integrativa

SACE

L'analisi per area geo-economica evidenzia la maggiore esposizione verso i paesi dell'Unione Europea (36,3%, rispetto al 41,7% del 2015) con una contrazione dell'esposizione del 9,2% rispetto all'anno precedente: l'Italia resta stabile al primo posto in termini di concentrazione con un peso pari al 18,3%.

A seguire le Americhe, con un peso sul portafoglio del 20,5% (in aumento rispetto al 2015 dov'era pari al 17,3%), registrano un incremento sostanziale dell'esposizione (+23,7%). Le altre aree geo-economiche pesano complessivamente il 43,2% del portafoglio e registrano un incremento medio dell'esposizione del 20,7% rispetto al 2015: Altri paesi europei e CIS -7,6% (con un peso sul portafoglio in lieve diminuzione dal 18,5% del 2015 al 16,3% del 2016), Medio Oriente e Nord Africa +41,6% (con un peso sul portafoglio in aumento tra il 2015 e il 2016 e pari al 15,2%), Asia Orientale e Oceania -5,8% (con un peso sul portafoglio ridotto tra il 2015 e il 2016 e pari al 7,8%) e ultima l'Africa Sub-Sahariana che registra un aumento significativo del +54,4% (e con un peso sul portafoglio in aumento dal 2,6% del 2015 al 3,9% del 2016).

La componente dei crediti in Dollari Statunitensi aumenta rispetto allo scorso anno, passando dal 51,4% al 55,2%, ed è denominato nella stessa valuta il 47% del portafoglio garanzie di SACE S.p.A. (nel 2015 era pari al 43%): mentre continua l'apprezzamento del Dollaro Statunitense sull'Euro passato da 1,0887 del 2015 a 1,0541 del 2016. Il rischio di cambio sul portafoglio crediti e su quello garanzie è mitigato in parte attraverso un natural hedge fornito dalla gestione della riserva premi, e in parte tramite tecniche di asset-liability management implementate dall'azienda.

Resta elevato il livello di concentrazione settoriale, con i primi cinque settori che rappresentano il 74,3% del portafoglio privato totale. Il settore prevalente è il Crocieristico con un'incidenza pari al 23,1% (era pari al 20,7% nel 2015) e un'esposizione in aumento del 16,2% rispetto al 2015. I settori Oil & Gas e Infrastrutture e Costruzioni restano pressoché invariati rispetto al 2015 con una riduzione del 2,8% nel primo caso e un incremento del 3,8% nel secondo caso. Si segnala inoltre l'aumento significativo verso il settore Chimico/Petrochimico del 56,9% (con un'incidenza che passa dal 6,3% del 2015 al 9,5%). Il settore Banche registra una contrazione del 16,9% (con un'incidenza che si riduce passando dall'8,6% del 2015 al 6,8%), mentre il settore Elettrico evidenzia un aumento del 19,9% (con un'incidenza che passa dal 5,9% del 2015 al 6,7%).

SACE BT

Linea di business Credito

Il Ramo Credito ha 111.872 fidi in vigore al 31 dicembre 2016 (+10,9% rispetto al 2015), per un valore complessivo di 8,9 miliardi di euro. La corrispondente esposizione nominale, definita considerando i termini di dilazione di pagamento e lo scoperto di polizza ammonta a 9,0 miliardi di euro (+28,2% rispetto al 2015). I massimali in essere si concentrano in prevalenza nei Paesi dell'Unione Europea (84,6%), con l'Italia che rappresenta il 65,5%.

Il commercio all'ingrosso, l'agroalimentare e il commercio al dettaglio sono i principali tre settori industriali del portafoglio, con un peso rispettivamente pari al 21,7%, al 10,9% e all'8,3%.

Linea di business Cauzioni

L'esposizione del portafoglio Cauzioni (capitali assicurati), ammonta a 6,6 miliardi di euro (+1,1% rispetto al 2015).

Le garanzie legate agli appalti rappresentano il 62,6% dei rischi in essere, seguite dalle garanzie sui pagamenti e rimborsi d'imposta (32,6%).

Linea di business Costruzioni/Altri Danni ai Beni

L'esposizione nominale (massimali e capitali assicurati) del portafoglio Costruzioni/Altri Danni ai Beni è pari a 24,7 miliardi di euro (+2,7% rispetto all'esercizio precedente), di cui 22,0 miliardi di euro relativi al portafoglio Costruzioni (21,6 miliardi di euro nel 2015) e 2,8 miliardi di euro su polizze dei Rami Elementari (2,5 miliardi di euro nel 2015).

Il numero delle polizze in essere è pari a 7.856 (+3,5% rispetto al 2015). Le polizze CAR/EAR rappresentano il 45,5% dell'esposizione nominale, le polizze Postume Decennali il 40,3% e le polizze dei Rami Elementari il rimanente 11,2%.

2.2 Rischi finanziari

La gestione finanziaria ha come scopo il raggiungimento di due macro-obiettivi:

- conservazione del valore del patrimonio aziendale: in linea con l'evoluzione della normativa e del contesto finanziario di riferi-

mento attraverso un processo di Asset & Liability Management integrato, opera coperture (sia dirette che indirette) finalizzate a compensare le variazioni negative sul portafoglio garanzie e crediti in caso di movimenti avversi dei fattori di rischio;

- contribuzione al raggiungimento degli obiettivi economici aziendali.

Tale attività ha confermato valori in linea con i limiti definiti per le singole società e per le singole tipologie d'investimento. I modelli di quantificazione del capitale assorbito sono di tipo Value-at-Risk.

(milioni di euro) Asset Class	HTM	HFT	Totale	%
Obbligazioni	1.597,5	785,9	2.383,4	33,3%
O.I.C.R.		642,0	642,0	9,0%
Azioni		4,3	4,3	0,1%
Money Market		4.130,9	4.130,9	57,7%
Totale	1.597,5	5.563,1	7.160,6	100,0%

La tabella è al lordo delle posizioni tra le società del perimetro SACE.

Il portafoglio è composto per il 33,3% da obbligazioni e altri titoli di debito, per il 9% in quote di O.I.C.R. a prevalente contenuto obbligazionario o azionario, per il solo 0,1% da azioni e per il restante 57,7% da strumenti monetari.

Per quanto riguarda il rischio di credito sul portafoglio titoli, SACE e le sue controllate hanno implementato una politica d'investimento prudentiale, definendo limiti operativi sulle tipologie di strumenti finanziari ammessi, sulla concentrazione per ciascuna tipologia nonché sul merito di credito dell'emittente.

Ripartizione per classi di rating del portafoglio Titoli

Classi di Rating	%
AAA	2,2%
AA	2,4%
A	30,9%
BBB	61,8%
Altre	2,7%

2.3 Contenziosi legali

Al 31 dicembre 2016 SACE S.p.A. è parte in n. 24 contenziosi, in larga maggioranza relativi a impegni assicurativi assunti in epoca precedente al 1998; sono inoltre in corso n. 47 giudizi per il riconoscimento della natura privilegiata ex D.Lgs. 123/98 e n. 7 contenziosi di natura giuslavoristica.

Con riferimento alle controllate, si segnala SACE BT S.p.A. è parte in n. 239 contenziosi relativi alla gestione assicurativa, oltre a n. 6 giudizi generici.

SEZIONE 3 - RISCHI DELLE ALTRE IMPRESE

Gruppo Terna

Nell'esercizio della sua attività, il gruppo Terna è esposto a diversi rischi finanziari: rischio di mercato (rischio di tasso di cambio, rischio di tasso d'interesse e rischio d'inflazione), rischio di liquidità e rischio di credito.

Le politiche di gestione dei rischi del gruppo hanno lo scopo di identificare e analizzare i rischi cui le società sono esposte, di stabilire appropriati limiti e controlli e di monitorare i rischi e il rispetto di tali limiti. Queste politiche e i relativi sistemi sono rivisti regolarmente, al fine di riflettere eventuali variazioni delle condizioni del mercato e delle attività delle società.

L'esposizione del gruppo Terna ai suddetti rischi è sostanzialmente rappresentata dall'esposizione della capogruppo. In particolare Terna ha definito, nell'ambito delle proprie policy per la gestione dei rischi finanziari approvate dal Consiglio di Amministrazione, le

Nota integrativa

responsabilità e le modalità operative per le attività di gestione dei rischi finanziari, con specifico riferimento agli strumenti da utilizzare e a precisi limiti operativi nella gestione degli stessi.

(milioni di euro)	2016				2015			
	Crediti	Crediti al fair value	Derivati di copertura	Totale	Crediti	Crediti al fair value	Derivati di copertura	Totale
Attività								
Strumenti finanziari derivati			351,9	351,9			749,7	749,7
Cassa e depositi	1.153,1			1.153,1	431,6			431,6
Crediti commerciali	1.443,3			1.443,3	1.373,4			1.373,4
Totale	2.596,4		351,9	2.948,3	1.805,0		749,7	2.554,7

(milioni di euro)	2016				2015			
	Debiti	Finanziamenti al fair value	Derivati di copertura	Totale	Debiti	Finanziamenti al fair value	Derivati di copertura	Totale
Passività								
Indebitamento a lungo termine	2.118,5	7.313,9		9.432,4	2.233,3	6.526,7		8.760,0
Strumenti finanziari derivati			13,5	13,5			10,4	10,4
Debiti commerciali	2.280,7			2.280,7	2.143,9			2.143,9
Totale	4.399,2	7.313,9	13,5	11.726,6	4.377,2	6.526,7	10,4	10.914,3

Rischi finanziari

Rischio di mercato

Il rischio di mercato è il rischio che il fair value o i flussi finanziari futuri di uno strumento finanziario fluttuino in seguito a variazioni delle condizioni dei mercati finanziari. Il rischio di mercato comprende tre tipi di rischi: rischio di tasso di interesse, di inflazione e il rischio di cambio.

La gestione dei rischi deve essere effettuata con l'obiettivo di minimizzare i relativi rischi attraverso la selezione di controparti e di strumenti compatibili con la politica di Risk Management aziendale. L'attività speculativa non rientra nella missione aziendale.

Il Gruppo Terna intende adottare un approccio dinamico alla gestione dei rischi finanziari. Tale approccio è caratterizzato dall'avversione al rischio, che si intende minimizzare attraverso un continuo monitoraggio dei mercati finanziari, finalizzato a effettuare le pianificate operazioni di copertura in condizioni di mercato ritenute favorevoli.

Rischio di tasso di interesse

Il rischio di tasso di interesse è rappresentato dall'incertezza associata all'andamento dei tassi di interesse. È il rischio che una variazione del livello dei tassi di mercato possa produrre effetti sul fair value o sui futuri flussi di cassa degli strumenti finanziari.

Nell'esercizio della sua attività, Terna è esposta al rischio di oscillazione dei tassi di interesse. La principale fonte di rischio di tasso di interesse deriva dalle componenti dell'indebitamento finanziario netto e delle relative posizioni di copertura in strumenti derivati che generano oneri finanziari. La strategia di indebitamento finanziario è stata indirizzata verso strumenti di debito aventi maturità lunghe che riflettono la vita utile dell'attivo aziendale ed è stata perseguita una politica di copertura del rischio di tasso di interesse volta a garantire almeno una percentuale di debito a tasso fisso pari al 40% come previsto dalle policy aziendali. Tenuto conto del basso livello dei tassi di interesse e della nuova review regolatoria, tale percentuale è stata portata al 31 dicembre 2016 a oltre l'80%. Gli strumenti utilizzati per le coperture comprendono quindi, su scadenze diverse, sia i derivati che portano il debito da tasso fisso a tasso variabile, che i derivati che portano il debito da tasso variabile a tasso fisso.

Le attività e le passività finanziarie relative a strumenti derivati che la Società ha avuto in essere nel corso dell'anno possono essere classificate in:

- derivati di cash flow hedge, relativi alla copertura del rischio di variazione dei flussi di cassa connessi ai finanziamenti a lungo termine a tasso variabile;
- derivati di fair value hedge, relativi alla copertura del rischio di variazione di fair value di un'attività o di una passività finanziaria, connesso alle oscillazioni del tasso di interesse (prestiti obbligazionari a tasso fisso).

Di seguito si mostrano i nozionali e il fair value degli strumenti finanziari derivati sottoscritti dal Gruppo Terna:

(milioni di euro)	31/12/2016		31/12/2015		Variazione	
	Nozionale	Fair value	Nozionale	Fair value	Nozionale	Fair value
Derivati FVH	1.350,00	351,90	3.150,00	749,70	(1.800,00)	(397,80)
Derivati CFH	2.941,10	(13,50)	3.050,20	(10,40)	(109,10)	(3,10)

Sensitivity riferita al rischio di tasso di interesse

Per quanto riguarda la gestione del rischio di tasso di interesse, Terna ha in essere da un lato fixed-to-floating interest rate swap (FVH) per coprire il rischio di fair value associabile ai Prestiti Obbligazionari a tasso fisso, dall'altro floating-to-fixed interest rate swap (CFH) per neutralizzare il rischio nei flussi di cassa futuri attesi riferibile a tutti gli altri debiti a tasso variabile.

Poiché la relazione tra derivato e oggetto della copertura è formalmente documentata e l'efficacia della copertura, verificata inizialmente e periodicamente, è elevata, risultando compresa tra l'80% e il 125%, la Società ha scelto di applicare l'hedge accounting per avere un perfetto matching temporale tra copertura e oggetto coperto. L'obiettivo dell'hedge accounting è, infatti, quello di riconoscere, nello stesso momento, a Conto economico gli effetti delle coperture e quelli dell'oggetto coperto. Di conseguenza, per i derivati di FVH, le variazioni di fair value dell'elemento coperto attribuibili al rischio oggetto di copertura devono essere contabilizzate a Conto economico, compensando in tal modo le variazioni di fair value del derivato anch'esse rilevate a Conto economico, mentre per i derivati di CFH le variazioni di fair value del derivato devono essere contabilizzate nelle "Altre componenti del Conto economico complessivo" (a Patrimonio Netto, contabilizzando l'eventuale parte inefficace immediatamente a Conto economico) e da questo stornate per l'imputazione a Conto economico nello stesso periodo in cui i flussi di cassa relativi allo strumento coperto hanno impatti economici. I derivati di CFH sono stati contratti con caratteristiche speculari rispetto al sottostante coperto, pertanto i relativi flussi finanziari si verificheranno alle stesse scadenze degli interessi sul debito, senza impatto delle variazioni di fair value a Conto economico.

Di seguito vengono illustrati i valori rilevati a Conto economico e nelle "Altre componenti del Conto economico complessivo" delle posizioni sensibili a variazioni di tasso, i valori teorici di tali posizioni a seguito di shifting positivo o negativo della curva dei tassi di interesse di mercato e gli impatti differenziali rilevabili a Conto economico e nelle "Altre componenti del Conto economico complessivo" di tali variazioni. Vengono ipotizzati incrementi e decrementi sulla curva dei tassi pari al 10% rispetto a quelli di mercato alla data di chiusura di bilancio:

(milioni di euro)	Utile o perdita			Patrimonio netto		
	Tassi correnti +10%	Tassi al 31/12/2016	Tassi correnti -10%	Tassi correnti +10%	Tassi al 31/12/2016	Tassi correnti -10%
31 dicembre 2016						
Posizioni sensibili a variazioni dei tassi d'interesse (FVH, Prestiti Obbligazionari, CFH)	(11,1)	(11,2)	(11,3)	(13,0)	(13,5)	(14,0)
Variazione ipotetica	0,1		(0,1)	0,5		0,5
31 dicembre 2015						
Posizioni sensibili a variazioni dei tassi d'interesse (FVH, Prestiti Obbligazionari, CFH)	1,1	1,1	1,1	(4,9)	(6,4)	(7,5)
Variazione ipotetica				1,5		(1,2)

Rischio di inflazione

Relativamente al rischio di tasso di inflazione, si evidenzia che la tariffa fissata dal Regolatore per remunerare l'attività di Terna S.p.A. è determinata in modo da consentire la copertura dei costi riconosciuti di settore. Tali componenti di costo vengono aggiornate annualmente per tenere conto dell'inflazione maturata. La Società, avendo fatto ricorso, nel corso dell'esercizio 2007, a un'emissione obbligazionaria indicizzata all'inflazione, ha posto in essere un'efficace protezione del risultato netto di Conto economico; infatti un'eventuale diminuzione della quota di ricavi attesi, a seguito di una diminuzione del tasso di inflazione, può essere compensata da minori oneri finanziari.

Rischio di cambio

Generalmente Terna copre il rischio di cambio attraverso la vendita o l'acquisto di valuta a termine (contratti forward) o di opzioni. Le opzioni in valuta danno a Terna il diritto o l'obbligo di acquistare o vendere importi predeterminati di valuta a un tasso di cambio

Nota integrativa

specifico e alla fine di un certo periodo di tempo. Normalmente, sia i contratti forward che le opzioni hanno una scadenza non superiore a 12 mesi.

Tali contratti vengono posti in essere con nozionale e data di scadenza minori o uguali a quelli dell'esposizione sottostante, o del flusso di cassa atteso, cosicché ogni variazione nel fair value e/o nei flussi di cassa attesi di tali contratti, derivante da un possibile apprezzamento o deprezzamento dell'euro verso le altre valute, sia interamente bilanciata da una corrispondente variazione del fair value e/o dei flussi di cassa attesi della posizione sottostante.

Al 31 dicembre 2016, la componente di strumenti finanziari legati al rischio di cambio è residuale e imputabile al Gruppo Tamini.

Rischio di liquidità

Il rischio di liquidità è il rischio che Terna abbia difficoltà ad adempiere alle obbligazioni associate a passività finanziarie e del ciclo operativo gestionale. La gestione del rischio di liquidità assicura un'adeguata copertura dei fabbisogni finanziari attraverso la sottoscrizione di idonee linee di credito e un'opportuna gestione delle eventuali eccedenze di liquidità. Al 31 dicembre 2016, Terna ha a disposizione linee di credito di breve termine per circa 959 milioni di euro e linee di credito revolving per 2.050 milioni di euro.

Rischio di credito

Il rischio di credito è il rischio che un cliente o una delle controparti di uno strumento finanziario causi una perdita finanziaria non adempiendo a un'obbligazione e deriva principalmente dai crediti commerciali e dagli investimenti finanziari del Gruppo.

Il rischio di credito originato da posizioni aperte su operazioni in strumenti finanziari derivati è considerato di entità marginale, in quanto le controparti, in osservanza a quanto stabilito dalle policy di gestione dei rischi finanziari, sono primari istituti di credito internazionali dotati di un alto livello di rating, mentre nella valorizzazione teniamo conto del CVA.

Terna eroga le proprie prestazioni essenzialmente nei confronti di controparti considerate solvibili dal mercato, e quindi con elevato standing creditizio, e non presenta concentrazioni del rischio di credito.

La gestione del rischio di credito è guidata anche dall'applicazione della Delibera dell'AEEG n. 111/06 che, all'articolo 49, ha introdotto degli strumenti per la limitazione dei rischi legati all'insolvenza dei clienti del dispacciamento, sia in via preventiva, sia in caso di insolvenza manifestata. In particolare, la Delibera prevede tre strumenti a tutela del mercato elettrico: il sistema delle garanzie (fideiussioni rilasciate dai singoli utenti del dispacciamento in relazione al loro fatturato), la possibilità di ricorrere alla risoluzione del contratto di dispacciamento (nel caso di insolvenza o di mancata reintegrazione delle garanzie escusse) e infine la possibilità di recupero dei crediti non incassati, dopo aver esperito tutte le azioni di recupero, attraverso uno specifico corrispettivo che, all'occorrenza, è definito dall'Autorità.

Alla data di chiusura dell'esercizio tale esposizione è la seguente:

(milioni di euro)	31/12/2016	31/12/2015	Variazione
Derivati FVH	352	750	(398)
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti e altre attività finanziarie	1.153	432	722
Crediti commerciali	1.443	1.373	70
Totale	2.948	2.555	394

L'importo complessivo dell'esposizione al rischio di credito al 31 dicembre 2016 è rappresentato dal valore contabile delle attività finanziarie (correnti e non correnti), dei crediti commerciali e delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti.

Rischio di default e covenant sul debito

Tale rischio attiene alla possibilità che i contratti di finanziamento o i regolamenti dei prestiti obbligazionari, di cui la Capogruppo è parte, contengano disposizioni che legittimano le controparti a chiedere al debitore, al verificarsi di determinati eventi, l'immediato rimborso delle somme prestate, generando conseguentemente un rischio di liquidità.

Contenziosi

I contenziosi in essere al 31 dicembre 2016 sono riferiti alla capogruppo Terna S.p.A. e alle controllate Terna Rete Italia S.p.A., Terna Rete Italia S.r.l. e alle società del Gruppo Tamini e si riferiscono ad attività affidate in concessione, a contratti di fornitura. Relativa-

mente al contenzioso con l'Agenzia delle Entrate, in data 27 marzo 2012 era stato notificato alla Capogruppo Terna, quale coobbligato in solido con Enel Distribuzione S.p.A. ("Enel Distribuzione"), un avviso di liquidazione di maggiore imposta scaturente dall'operazione di cessione della partecipazione detenuta da Enel Distribuzione in Elat S.r.l. (poi Telat S.r.l., oggi Terna Rete Italia S.r.l.) a Terna S.p.A. (pari a complessivi 38 milioni di euro circa, comprensivi di interessi). Il ricorso proposto da Terna contro l'avviso di liquidazione è stato accolto dalla Commissione Tributaria Provinciale di Roma, con sentenza poi confermata in appello dalla Commissione Tributaria Regionale di Roma. L'Agenzia delle Entrate non ha proposto ricorso per Cassazione. La sentenza favorevole è divenuta, pertanto, definitiva; conseguentemente, non sussiste più alcun rischio di futuri esborsi finanziari a carico della Società.

Gruppo SNAM

Pur mantenendo un limitato profilo di rischio economico e finanziario, in quanto concentrata in business regolati, SNAM applica un approccio strutturato e sistemico di governo di tutti i rischi che possono influire sulle condizioni alla base della creazione di valore.

Il sistema di individuazione, valutazione, gestione e controllo dei rischi, applicato in tutta l'azienda, è articolato su tre livelli, ciascuno con diversi obiettivi e responsabilità associati. La strutturazione e il mantenimento dell'intero sistema è compito dell'Amministratore Delegato, a tal scopo incaricato dal Consiglio di Amministrazione.

La modalità di valutazione dei rischi è integrata, trasversale e dinamica, e valorizza i sistemi di gestione già esistenti nei singoli processi aziendali, a partire da quelli relativi alla prevenzione delle frodi e della corruzione, e della salute, sicurezza ambiente e qualità.

Attraverso la creazione di una funzione aziendale dedicata, l'Enterprise Risk Management (ERM), SNAM ha inteso presidiare il processo di gestione integrata dei rischi aziendali per tutte le società del gruppo.

Nel corso del 2016 sono stati completati i cicli di risk assessment, secondo il modello sopra descritto, che hanno coinvolto tutto il Gruppo SNAM. A fine 2016 risultano mappati circa 310 rischi enterprise suddivisi tra tutti i processi aziendali.

Nel mese di dicembre 2016 è stato avviato il "Progetto Simplify" che si pone, tra gli altri, l'obiettivo di definire e implementare un modello integrato di risk assurance che integri i diversi modelli di controllo presenti nel Gruppo, con un approccio sinergico mirato alla massima razionalizzazione ed efficienza complessiva, oltre a disegnare e implementare il nuovo sistema normativo SNAM nell'ottica di semplificazione e maggiore fruibilità.

Rischio congiunturale

Tale rischio è per SNAM strettamente connesso agli impatti che i *mutamenti nel contesto macroeconomico* possono aver sulla capacità del gruppo di accedere al mercato dei capitali e del debito, ovvero di rifinanziare il debito esistente per soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità, causando un aumento del costo dell'indebitamento del gruppo SNAM con conseguenti effetti negativi sulla sua attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria.

Per la specificità del business in cui SNAM opera, rilevano anche i *rischi connessi all'instabilità politica, sociale ed economica nei paesi di approvvigionamento del gas naturale*, riconducibili principalmente al settore del trasporto del gas. Gran parte del gas naturale trasportato nella rete nazionale italiana di trasporto viene importato da ovvero transita attraverso Paesi attualmente instabili dal punto di vista politico, sociale ed economico, e/o che potrebbero trovarsi in condizione di instabilità anche in futuro. L'importazione di gas naturale da questi Paesi, ovvero il transito dello stesso, sono soggetti a rischi inerenti a tali Paesi, tra i quali: alta inflazione; tassi di cambio volatili; legislazione carente in materia di insolvenza e protezione dei creditori; tensioni sociali; limiti agli investimenti e all'importazione ed esportazione di beni; aumenti di imposte e accise; imposizione forzata di rinegoziazioni dei contratti; nazionalizzazione o rinazionalizzazione dei beni; sconvolgimenti politici; cambiamenti nelle politiche commerciali; restrizioni monetarie e perdite o danni cagionati da disordini e agitazioni.

Rischi di mercato e competizione

Con riferimento a tali rischi, si rileva il rischio legato al mantenimento della titolarità delle concessioni di stoccaggio, riconducibile al business dello stoccaggio del gas, in cui opera la società controllata Stogit sulla base di concessioni rilasciate dal Ministero dello Sviluppo Economico. Otto delle dieci concessioni (Alfonsine, Brugherio, Cortemaggiore, Minerbio, Ripalta, Sabbioncello, Sergnano e Settala) sono scadute il 31 dicembre 2016 e saranno prorogabili per non più di due volte per una durata di dieci anni ciascuna. Con riferimento a tali concessioni, Stogit ha presentato, nei termini di legge, istanza di proroga presso il Ministero dello Sviluppo Economico e il relativo procedimento è attualmente pendente presso il suddetto Ministero. In pendenza di tale procedimento le attività della Società, come previsto dalle norme di riferimento, continueranno a essere esercitate fino al completamento delle procedure autorizzative in corso, previste dall'originario titolo abilitativo, la cui scadenza deve intendersi a tal fine automaticamente prorogata fino all'anzidetto completamento.

Nota integrativa

Con riferimento al rischio connesso alle variazioni di prezzo del gas naturale, in virtù del quadro regolatorio vigente, la variazione del prezzo del gas naturale a copertura del Fuel Gas e delle perdite di rete non rappresenta un fattore di rischio rilevante per SNAM, poiché tutto il gas per attività strumentali è fornito dagli Shipper in natura. Tuttavia, relativamente all'attività di trasporto, l'Autorità per l'Energia Elettrica, il Gas e il Sistema Idrico ha definito, a partire dal terzo periodo di regolazione 2010-2013, 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), dovuti in quota percentuale dei quantitativi rispettivamente immessi e prelevati dalla rete di trasporto. In particolare, l'AEEGSI con la medesima delibera (514/2013/R/gas) ha definito il livello ammesso del GNC tenuto conto del valore medio registrato negli ultimi due anni e ha deciso di mantenere fisso detto valore per l'intero periodo di regolazione al fine di incentivare l'impresa maggiore di trasporto a raggiungere ulteriori incrementi di efficienza. Infatti, non verrebbero riconosciuti a livello tariffario quantitativi di GNC maggiori rispetto al livello ammesso per il periodo di regolazione di riferimento. 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. La variazione del quadro regolatorio vigente in materia di corresponsione in natura del gas naturale potrebbe avere effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo SNAM.

Con riferimento al rischio connesso alla domanda di gas si evidenzia, infine, che in base al sistema tariffario attualmente applicato dall'AEEGSI all'attività di trasporto del gas naturale, i ricavi di SNAM, attraverso SNAM Rete Gas, sono in parte correlati ai volumi trasportati. L'AEEGSI, tuttavia, ha introdotto un meccanismo di garanzia rispetto alla quota di ricavi correlata ai volumi trasportati. Questo meccanismo prevede la riconciliazione dei maggiori o minori ricavi eccedenti il $\pm 4\%$ dei ricavi di riferimento correlati ai volumi trasportati. In forza di tale meccanismo, circa il 99,5% dei ricavi complessivi dell'attività di trasporto consentiti risulta garantito. In base al sistema tariffario attualmente applicato dall'AEEGSI all'attività di stoccaggio del gas naturale, i ricavi di SNAM, attraverso Stogit, sono correlati all'utilizzo delle infrastrutture. L'AEEGSI, tuttavia, ha introdotto un meccanismo di garanzia rispetto ai ricavi di riferimento che consente alle imprese di coprire una quota prevalente dei ricavi riconosciuti. Per gli anni 2015 e 2016, il livello minimo garantito dei ricavi riconosciuti è pari a circa il 97%. È in fase di studio da parte di AEEGSI un'integrazione di tale meccanismo che, per gli anni successivi, potrà far dipendere il livello minimo garantito dei ricavi anche dall'efficienza dell'impresa di stoccaggio nella gestione delle procedure di allocazione delle capacità e nelle modalità di erogazione del servizio. La variazione del quadro regolatorio vigente potrebbe avere effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo SNAM.

Rischi finanziari

Rischi di mercato

Rischio di variazione dei tassi di interesse

Il rischio di variazione dei tassi di interesse è connesso alle oscillazioni dei tassi di interesse che influiscono sul valore di mercato delle attività e delle passività finanziarie dell'impresa e sul livello degli oneri finanziari netti. L'obiettivo di SNAM è l'ottimizzazione del rischio di tasso d'interesse nel perseguimento degli obiettivi definiti e approvati nel piano finanziario. Il gruppo SNAM adotta un modello organizzativo di funzionamento di tipo accentrato. Le strutture di SNAM, in funzione di tale modello, assicurano la copertura dei fabbisogni, tramite l'accesso ai mercati finanziari, 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 2016 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.

L'esposizione al rischio di variazione dei tassi di interesse al 31 dicembre 2016 è pari a circa il 36% dell'esposizione totale del gruppo (parimenti al 31 dicembre 2015). Al 31 dicembre 2016 SNAM ha in essere un contratto derivato di Interest Rate Swap (IRS), riferito a un prestito obbligazionario a tasso fisso di ammontare pari a 500 milioni di euro con scadenza 2023. Il contratto derivato di IRS è utilizzato per convertire il prestito a tasso fisso in prestito a tasso variabile⁴¹.

Gli impatti sul patrimonio netto e sul risultato netto di esercizio al 31 dicembre 2016 di un'ipotetica variazione positiva e negativa del 10% dei tassi di interesse effettivamente applicati nel corso dell'esercizio risultano di importo inferiore al milione. Sebbene il gruppo SNAM abbia una politica attiva di gestione del rischio, l'aumento dei tassi di interesse relativi all'indebitamento a tasso variabile non oggetto di copertura dal rischio di tasso potrebbe avere effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo SNAM.

Rischio di tasso 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) che di tipo "traslativo" (Translation Risk). Il rischio di cambio "transattivo" è generato dalla conversione di crediti (debiti) commerciali o finanziari in valuta diversa 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 tra-

⁴¹ A fare data dal 27 gennaio 2017 la suddetta copertura è da considerarsi discontinuata a seguito dell'estinzione dello strumento derivato.

slativo 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 del Risk Management di SNAM è la minimizzazione del rischio di cambio transattivo, anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati. Non si può escludere che future variazioni significative dei tassi di cambio possano produrre effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo SNAM indipendentemente dalle politiche di copertura del rischio derivante dalle oscillazioni dei tassi di cambio mediante gli strumenti finanziari disponibili sul mercato messe in essere da SNAM.

Al 31 dicembre 2016 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 (CCS), con nozionale e scadenze speculari rispetto all'elemento coperto. Tale contratto è stato designato come contratto di copertura cash flow hedge. SNAM non detiene contratti derivati su valute con finalità speculative.

Gli impatti sul patrimonio netto e sul risultato netto di esercizio al 31 dicembre 2016 di un'ipotetica variazione positiva e negativa del 10% dei tassi di cambio euro/Yen Giapponesi effettivamente applicati nel corso dell'esercizio risultano inferiori al milione di euro.

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 per le attività connesse al recupero crediti e all'eventuale gestione del contenzioso. 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. Le regole per l'accesso dei Clienti ai servizi offerti sono stabilite dalla Autorità 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 delle 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.

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 aggiuntivi per fronteggiare i propri impegni o, come estrema conseguenza, una situazione di insolvibilità 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 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", la società ha avuto accesso a una ampia gamma di fonti di finanziamento attraverso il sistema creditizio e i mercati dei capitali (contratti bilaterali, finanziamenti in pool con primarie banche nazionali e internazionali, contratti di finanziamento su provvista della Banca europea per gli Investimenti - BEI e prestiti obbligazionari).

SNAM ha come obiettivo il mantenimento 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 SNAM opera.

Al 31 dicembre 2016 SNAM dispone di linee di credito a lungo termine committed non utilizzate per un importo pari a circa 3,2 miliardi di euro. In aggiunta, alla stessa data, SNAM dispone di un programma Euro Medium Term Notes (EMTN), per un controvalore nominale massimo complessivo di 10 miliardi di euro, utilizzato per circa 7,5 miliardi di euro al 31 dicembre 2016. Sulla base dei prestiti obbligazionari in essere al 31 dicembre 2016, il rinnovo del Programma consente l'emissione, entro il 30 settembre 2017, di prestiti obbligazionari per un importo massimo di 2,5 miliardi di euro⁴², da collocare presso investitori istituzionali operanti principalmente in Europa.

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 adeguato per il gruppo, minimizzando il relativo costo opportu-

⁴² Considerando anche le ulteriori emissioni obbligazionarie effettuate nei mesi di gennaio e febbraio 2017, per un valore nominale complessivamente pari 800 milioni di euro, il Programma consente l'emissione di prestiti obbligazionari per un importo massimo di 1,7 miliardi di euro.

nità e mantenga un equilibrio in termini di durata e di composizione del debito.

Rischio rating

Con riferimento al rischio rating, il long term rating di SNAM è pari a: (i) Baa1, confermato in data 19 dicembre 2016 da Moody's Investors Services Ltd ("Moody's"), riducendo l'outlook da stabile a negativo a seguito di una identica azione sul rating della Repubblica italiana (che è passato da Baa2 con outlook stabile a Baa2 con outlook negativo) avvenuta in data 7 dicembre 2016; (ii) BBB con outlook stabile, confermato in data 29 novembre 2016 da Standard & Poor's Rating Services ("S&P"); (iii) BBB+ con outlook stabile, confermato in data 29 luglio 2016 da Fitch Ratings ("Fitch"). Il rating a lungo termine di SNAM per Moody's e Standard & Poor's si posiziona un notch sopra quello della Repubblica italiana. Sulla base della metodologia adottata dalle stesse agenzie di rating, il downgrade di un notch dell'attuale rating della Repubblica italiana innesterebbe un probabile corrispondente aggiustamento al ribasso dell'attuale rating di SNAM.

Eventuali riduzioni del rating assegnato al gruppo SNAM potrebbero costituire una limitazione alla possibilità di accesso al mercato dei capitali e incrementare il costo della raccolta e/o del rifinanziamento dell'indebitamento in essere con conseguenti effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del gruppo SNAM.

Rischio di default e covenant sul debito

Il rischio di default consiste nella possibilità che al verificarsi di precise circostanze, il soggetto finanziatore possa attivare protezioni contrattuali che possono arrivare fino al rimborso anticipato del finanziamento, generando così un potenziale rischio di liquidità.

Al 31 dicembre 2016 SNAM ha in essere contratti di finanziamento bilaterali e sindacati con banche e altri Istituti Finanziatori non assistiti da garanzie reali. Una parte di tali contratti prevede, inter alia, il rispetto di impegni tipici della prassi internazionale, di cui alcuni soggetti a specifiche soglie di rilevanza, quali ad esempio: (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; (iv) limiti all'indebitamento delle società controllate.

I prestiti obbligazionari emessi da SNAM al 31 dicembre 2016 nell'ambito del programma di euro Medium Term Notes, prevedono il rispetto di covenants tipici della prassi internazionale di mercato che riguardano, inter alia, clausole di negative pledge e di pari passu.

Il mancato rispetto di tali covenants, nonché il verificarsi di altre fattispecie, come ad esempio eventi di cross-default, possono determinare ipotesi di inadempimento in capo a SNAM e, 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 sia inferiore al livello BBB (Standard & Poor's/Fitch Ratings Limited) o inferiore a Baa2 (Moody's) per almeno due delle tre agenzie di rating.

Il verificarsi di uno o più degli scenari di cui sopra, potrebbe avere effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del gruppo SNAM, determinando costi aggiuntivi e/o problemi di liquidità. Tra tali impegni non sono presenti covenants che prevedano il rispetto di ratio di natura economica e/o finanziaria.

Rischi operativi

Consistono principalmente nel malfunzionamento e imprevista interruzione del servizio determinati da eventi accidentali tra cui 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 causare la riduzione dei ricavi e inoltre arrecare danni rilevanti a persone, con eventuali obblighi di risarcimento. 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.

Esiste, inoltre, la concreta possibilità per SNAM di incorrere in ritardi nell'avanzamento dei programmi di realizzazione delle infrastrutture a seguito delle numerose incognite legate a fattori operativi, economici, normativi, autorizzativi e competitivi, indipendenti dalla sua volontà.

Tra i rischi operativi rilevano, infine, i rischi connessi al mercato delle emissioni che rientrano nel campo di applicazione delle direttive dell'Unione Europea in materia di commercializzazione dei permessi relativi all'emissione di biossido di carbonio e delle regole per il controllo delle emissioni di taluni inquinanti atmosferici. Con l'avvio del terzo periodo di regolazione (2013-2020), il sistema di autorizzazione all'emissione di gas a effetto serra, regolamentato in passato dal D.Lgs. n. 216/2006, è stato aggiornato e modificato dal decreto legislativo 13 marzo 2013, n. 30, in vigore dal 5 aprile 2013. Il decreto, secondo le nuove disposizioni, ha avuto come obiettivo principale l'aggiornamento della normativa riguardante le autorizzazioni a emettere gas a effetto serra nonché una costante

riduzione delle quote di emissioni rilasciate a titolo gratuito. Le quote assegnate a ciascun impianto avverrà con assegnazioni progressivamente decrescenti e non più costanti (come nel secondo periodo di regolazione) e inoltre dipenderanno anche dall'effettiva funzionalità degli impianti.

Il rispetto delle regolazioni in materia di gas serra potrebbe richiedere, in futuro, che SNAM adegui i propri impianti, e che controlli o limiti le proprie emissioni o intraprenda altre azioni che potrebbero incrementare i costi di adeguamento alle normative vigenti, e quindi avere effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo SNAM.

Rischio regolatorio e rischio legale e di non conformità

Il rischio regolatorio per SNAM è strettamente connesso alla regolamentazione delle attività nel settore del gas. Le direttive e i provvedimenti normativi emanati in materia dall'Unione europea e dal Governo italiano e le decisioni dell'Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas e il Sistema Idrico (AEEGSI) e, più in generale, la modifica del contesto normativo di riferimento possono avere un impatto significativo sull'operatività, i risultati economici e l'equilibrio finanziario della Società. Considerando la specificità del business 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.

Il rischio legale e di non conformità riguarda il mancato rispetto, in tutto o in parte, delle norme e dei regolamenti a livello europeo, nazionale, regionale e locale cui SNAM deve attenersi in relazione alle attività che svolge. La violazione delle norme e dei regolamenti può comportare sanzioni penali, civili e/o amministrative nonché danni patrimoniali, economici e/o reputazionali. Con riferimento a specifiche fattispecie, tra l'altro, la violazione della normativa a protezione della salute e sicurezza dei lavoratori e dell'ambiente e la violazione delle norme per la lotta alla corruzione, può inoltre comportare sanzioni, anche rilevanti, a carico dell'azienda in base alla responsabilità amministrativa degli enti (D.Lgs. 8 giugno 2001, n. 231). Con riferimento al *Rischio Frode e Corruzione* SNAM attribuisce un valore imprescindibile all'assicurare condizioni di correttezza e trasparenza nella conduzione delle attività aziendali e ripudia la corruzione in ogni sua forma nel contesto più ampio del proprio impegno per il rispetto dei principi etici. I vertici SNAM sono fortemente impegnati nel perseguire una politica di *anticorruption*, cercando di individuare potenziali vulnerabilità e provvedere alla loro rimozione, rafforzando i propri controlli e lavorando costantemente per aumentare la consapevolezza dei dipendenti su come identificare e prevenire la corruzione nei vari contesti di business. SNAM dal 2014 collabora con Transparency International Italia e ha aderito al Business Integrity Forum (BIF) e, nel corso del 2016 è entrata a far parte – come prima azienda italiana – del “Global Corporate Supporter Partnership”.

Contenziosi legali

SNAM è parte in procedimenti civili, amministrativi e penali e in azioni legali collegate al normale svolgimento delle sue attività. Sulla base delle informazioni attualmente a disposizione, e tenuto conto dei rischi esistenti, SNAM ritiene che tali procedimenti e azioni non determineranno effetti negativi rilevanti sul proprio bilancio consolidato.

Gruppo Italgas

Italgas ha istituito, alle dirette dipendenze del Direttore Generale Finanza e Servizi, l'unità Enterprise Risk Management (ERM) al fine di presidiare il processo di gestione integrata dei rischi aziendali per tutte le società del Gruppo. I principali obiettivi dell'ERM sono la definizione di un modello omogeneo e trasversale di valutazione dei rischi, l'identificazione dei rischi prioritari, nonché di garantire il consolidamento delle azioni di mitigazione e l'elaborazione di un sistema di reporting.

La metodologia ERM adottata dal Gruppo Italgas è in linea con i modelli di riferimento e le best practice internazionali esistenti (COSO Framework e ISO 31000).

L'ERM opera nell'ambito del più vasto Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi di Italgas.

Rischi finanziari

Rischio di mercato

Rischio di variazione dei tassi di interesse

Le oscillazioni dei tassi di interesse influiscono sul valore di mercato delle attività e delle passività finanziarie dell'impresa e sul livello degli oneri finanziari netti. Il Gruppo Italgas adotta un modello organizzativo di funzionamento di tipo accentrato. Le strutture di Italgas, in funzione di tale modello, assicurano le coperture dei fabbisogni tramite l'accesso ai mercati finanziari (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 2016 l'indebitamento finanziario risulta interamente a tasso variabile.

Al 31 dicembre 2016 il Gruppo Italgas utilizza risorse finanziarie esterne nelle forme di 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).

Pertanto un aumento dei tassi di interesse potrebbe avere effettivi negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo Italgas. Tuttavia, considerato l'attuale contesto di mercato caratterizzato da tassi Euribor negativi, gli impatti sul patrimonio netto e sul risultato netto di esercizio di un'ipotetica variazione positiva e negativa del 10% dei tassi di interesse risultano trascurabili o comunque non significativi.

Italgas ha come obiettivo il mantenimento, a regime, di un rapporto di indebitamento tra tasso fisso e tasso variabile tale da minimizzare il rischio di innalzamento dei tassi di interesse, con un obiettivo di composizione dell'indebitamento tra tasso fisso e tasso variabile di circa 2/3 a tasso fisso e 1/3 a tasso variabile. Si segnala a tal proposito che nei primi mesi del 2017 la Società ha emesso prestiti obbligazionari per complessivi 2.150 milioni di euro con le seguenti caratteristiche: (i) 1.500 milioni di euro, emessi in data 19 gennaio 2017 e suddivisi in due tranches, la prima a 5 anni e la seconda a 10 anni, entrambe a tasso fisso, per un importo di 750 milioni di euro ciascuna e cedola annua rispettivamente dello 0,50% e dell'1,625%; (ii) 650 milioni di euro emessi in data 14 marzo 2017, con scadenza il 14 marzo 2024 e cedola annua a tasso fisso dell'1,125%.

Rischio credito

Il rischio credito rappresenta l'esposizione 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 sulla situazione finanziaria di Italgas.

Le regole per l'accesso degli utenti al servizio di distribuzione del gas 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 quali il rilascio di garanzie bancarie o assicurative a prima richiesta.

Al 31 dicembre 2016 non si evidenziano significativi rischi di credito. Si rileva comunque che circa il 58% dei crediti commerciali è riferito a clienti di primaria affidabilità, tra i quali ENI rappresenta circa il 47% del totale dei crediti commerciali.

Non può essere escluso, tuttavia, che Italgas possa incorrere in passività e/o perdite derivanti dal mancato adempimento di obbligazioni di pagamento dei propri clienti.

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 aggiuntivi per fronteggiare i propri impegni o, come estrema conseguenza, una situazione di insolvibilità che pone a rischio l'attività aziendale.

Al fine di mitigare tale rischio e di mantenere un livello di liquidità coerente con quanto richiesto per il mantenimento del rating, Italgas ha sottoscritto contratti di finanziamento in misura eccedente rispetto alle necessità finanziarie al 31 dicembre 2016. Tale eccedenza (pari a 1,1 miliardi di euro) potrà essere utilizzata per fronteggiare eventuali esigenze di liquidità, laddove ve ne sia bisogno, qualora il fabbisogno finanziario effettivo risulti superiore a quello stimato.

Italgas ha come obiettivo, sul piano finanziario, la costituzione di una struttura finanziaria che, in coerenza con gli obiettivi di business, garantisca un livello di liquidità adeguato per il gruppo in termini di durata e di composizione del debito. Il conseguimento di tale struttura finanziaria sarà ottenuto mediante il monitoraggio di alcune grandezze chiave, quali il rapporto tra indebitamento e RAB, il rapporto tra indebitamento a breve e a medio lungo termine, il rapporto tra indebitamento a tasso fisso e a tasso variabile e quello fra credito bancario accordato a fermo e credito bancario utilizzato. A tal fine si segnala che in data 18 novembre 2016 Italgas ha visto approvare dalla competente autorità finanziaria lussemburghese un programma Euro Medium Term Notes (EMTN) che consente l'emissione, entro il 31 ottobre 2017, di uno o più prestiti obbligazionari per un importo massimo di 2,8 miliardi di euro, da collocare presso investitori istituzionali.

Rischio rating

Con riferimento al debito a lungo termine di Italgas, rispettivamente in data 7 e 8 novembre 2016 Fitch e Moody's hanno assegnato a Italgas S.p.A. il rating definitivo di BBB+ (outlook stabile) e Baa1 (outlook stabile, successivamente modificato in outlook negativo in data 12 dicembre 2016, a seguito del precedente cambiamento da stabile a negativo dell'outlook sul rating a lungo termine della Repubblica Italiana).

Per entrambe le agenzie, il rating a lungo termine di Italgas si posiziona in un notch sopra quello della Repubblica Italiana. Sulla base delle metodologie adottate 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 Italgas.

Rischio di default e covenant sul debito

Al 31 dicembre 2016 Italgas 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 Italgas 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.

Il mancato rispetto di tali covenant, nonché il verificarsi di altre fattispecie, alcune delle quali soggette a specifiche soglie di rilevanza, come ad esempio eventi di cross-default, possono determinare ipotesi di inadempimento in capo a Italgas e, eventualmente, possono causare l'esigibilità anticipata del relativo prestito.

Rischi operativi

Italgas ha adottato specifici sistemi di gestione certificati con l'obiettivo di presidiare i processi e le attività aziendali, nel rispetto della salute e sicurezza dei lavoratori, della salvaguardia dell'ambiente, della qualità e del risparmio energetico nei servizi offerti.

Rischi connessi al malfunzionamento e all'imprevista interruzione del servizio di distribuzione

La gestione delle attività regolate nel settore del gas implica una serie di rischi di malfunzionamento e di imprevista interruzione del servizio di distribuzione determinati da eventi accidentali tra cui 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 Italgas. Tali eventi potrebbero causare la riduzione dei ricavi e arrecare danni rilevanti a persone, cose o all'ambiente. Benché Italgas abbia stipulato specifici contratti di assicurazione in linea con le best practice a copertura di alcuni tra tali rischi, le relative coperture assicurative potrebbero infatti risultare insufficienti a far fronte a tutte le perdite subite, agli obblighi di risarcimento e agli incrementi di spesa.

Rischi connessi alla tutela ambientale, della salute e della sicurezza

L'attività di Italgas è soggetta alla normativa italiana e dell'Unione Europea in materia di tutela dell'ambiente.

Italgas svolge la propria attività nel rispetto delle leggi e dei regolamenti in materia di ambiente e sicurezza. Ciò considerato, non può tuttavia essere escluso con certezza che il Gruppo possa incorrere in costi o responsabilità anche di dimensioni rilevanti. Sono, infatti, difficilmente prevedibili le ripercussioni economico-finanziarie di eventuali pregressi danni ambientali, anche in considerazione dei possibili effetti di nuove disposizioni legislative e regolamentari per la tutela dell'ambiente, dell'impatto di eventuali innovazioni tecnologiche per il risanamento ambientale, della possibilità dell'insorgere di controversie e della difficoltà di determinare le eventuali conseguenze, anche in relazione alla responsabilità di altri soggetti.

Italgas è impegnata in attività di bonifica di siti contaminati sostanzialmente per effetto dell'attività di produzione di gas manifatturato svolta in passato, rimozione e smaltimento rifiuti (prevalentemente per demolizione di strutture impiantistiche obsolete) ed eliminazione di materiali contenenti amianto.

A copertura delle passività stimate in relazione agli adempimenti previsti dalla vigente normativa, è stato costituito un apposito fondo, di importo pari a 136 milioni di euro.

Rischi connessi ai Titoli di Efficienza Energetica

Il D.Lgs n. 164/00, relativo alla liberalizzazione del mercato del gas, all'art. 16.4 prevede che le aziende distributrici di gas naturale per impieghi civili perseguano obiettivi di risparmio energetico negli utilizzi finali e nello sviluppo delle fonti rinnovabili; a fronte dei

Nota integrativa

risultati conseguiti, ai distributori sono assegnati i cosiddetti Titoli di Efficienza Energetica, il cui annullamento origina un rimborso da parte della Cassa per i Servizi Energetici e Ambientali sulla base di fondi costituiti attraverso la componente RE (Risparmio Energetico) delle tariffe di distribuzione.

A fronte dei quantitativi nazionali annui di risparmio energetico che devono essere perseguiti attraverso il meccanismo dei certificati bianchi, l'Autorità determina i relativi obiettivi specifici di risparmio energetico in capo ai distributori di energia elettrica e di gas naturale.

Esiste un rischio potenziale di perdita economica dovuto all'eventuale differenza negativa tra il valore medio di acquisto dei titoli e il contributo tariffario riconosciuto e all'eventuale mancato raggiungimento degli obiettivi assegnati.

Rischi connessi alla scadenza e al rinnovo delle concessioni di distribuzione del gas

L'attività di distribuzione del gas in cui è attivo il Gruppo Italgas è esercitata in virtù di concessioni rilasciate da singoli comuni. Alla data del 31 dicembre 2016, Italgas gestisce 1.472 concessioni di distribuzione di gas naturale in tutto il territorio nazionale.

Il Decreto interministeriale n. 226/11 ha stabilito che il servizio di distribuzione del gas possa essere effettuato solo sulla base di procedure di gara indette esclusivamente per ATEM, di dimensione prevalentemente provinciale.

Italgas, nell'ambito delle procedure di gara avviate, potrebbe non risultare aggiudicataria delle concessioni negli ambiti pianificati, oppure potrebbe aggiudicarsi tali concessioni a condizioni meno favorevoli di quelle attuali con possibili impatti negativi sull'attività operativa e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria. Si deve tuttavia rilevare che, nel caso di mancata aggiudicazione di concessioni relativamente ai comuni precedentemente gestiti, Italgas avrebbe diritto a vedersi riconoscere il valore di rimborso previsto a favore del gestore uscente.

Con riferimento ai finanziamenti BEI, i relativi contratti prevedono una clausola per la quale, in caso di una significativa riduzione dell'EBITDA derivante dalla perdita di concessioni, è previsto un obbligo informativo a BEI e un successivo periodo di consultazione, al termine del quale potrebbe essere richiesto il rimborso anticipato del finanziamento.

Inoltre si segnala che, nell'ambito delle procedure di gara avviate, Italgas potrebbe risultare aggiudicataria di concessioni in ATEM precedentemente gestiti totalmente o parzialmente da altri operatori; pertanto, non si può escludere che tali aggiudicazioni possano comportare, almeno inizialmente, oneri di gestione maggiori in capo al Gruppo rispetto ai propri standard operativi.

Tenuto conto della complessità della normativa che disciplina la scadenza delle concessioni di cui Italgas è titolare, ciò potrebbe tradursi in contenziosi giudiziari e/o arbitrali con possibili effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo Italgas.

Rischi connessi al valore di 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. n. 164/00, 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 D.M. 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 D.M. del 22 maggio 2014⁴³.

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 D.M. n. 226/11 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'Autorità per determinare le tariffe di distribuzione (RAB).

Alla luce della nuova disciplina giuridica intervenuta, non si può escludere che il valore di rimborso delle concessioni, per le quali risulta assegnatario un soggetto terzo all'esito delle gare d'ambito, sia inferiore al valore della RAB. In tal caso si potrebbero determinare effetti negativi sull'attività e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria di Italgas.

⁴³ In altre parole, le specifiche metodologie previste nei singoli contratti di concessione vigenti e stipulati precedentemente all'11 febbraio 2012 prevalgono su quanto contenuto nelle Linee Guida, ma con le limitazioni previste da queste ultime e con quelle previste dal regolamento criteri di gara di cui al D.M. n. 226/11.

Rischio regolatorio

Italgas svolge la propria attività in un settore del gas soggetto a regolamentazione. Le direttive e i provvedimenti normativi emanati in materia dall'Unione Europea e dal Governo Italiano, le decisioni dell'AEEGSI e più in generale la modifica del contesto normativo di riferimento possono avere un impatto sull'operatività, i risultati economici e l'equilibrio finanziario del Gruppo.

Considerando la specificità del business e il contesto in cui Italgas opera, particolare rilievo assume l'evoluzione del contesto regolatorio in materia di criteri per la determinazione delle tariffe di riferimento.

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

Rischio legale e di non conformità

Il rischio legale e di non conformità riguarda il mancato rispetto, in tutto o in parte, delle norme a livello Europeo, nazionale, regionale e locale cui Italgas deve attenersi in relazione alle attività che svolge. La violazione delle norme può comportare sanzioni penali, civili e/o amministrative nonché danni patrimoniali, economici e/o reputazionali. Con riferimento a specifiche fattispecie, tra l'altro, la violazione della normativa a protezione della salute e sicurezza dei lavoratori e dell'ambiente e la violazione delle norme per la lotta alla corruzione, può comportare sanzioni, anche rilevanti, a carico dell'azienda in base alla normativa sulla responsabilità amministrativa degli enti (D.Lgs. n. 231/01).

Contenziosi e altri provvedimenti

Italgas è parte in procedimenti civili, amministrativi e penali e in azioni legali collegate al normale svolgimento delle sue attività. Sulla base delle informazioni attualmente a disposizione, e tenuto conto dei rischi esistenti, Italgas ritiene che tali procedimenti e azioni non determineranno effetti negativi rilevanti sul proprio bilancio consolidato.

Salvo diversa indicazione non è stato effettuato alcuno stanziamento a fronte dei contenziosi in essere in quanto la Società ritiene improbabile un esito sfavorevole dei procedimenti, ovvero perché l'ammontare dello stanziamento non è stimabile in modo attendibile.

Gruppo Fincantieri

Nel normale svolgimento delle proprie attività di impresa, il gruppo Fincantieri è esposto a diversi fattori di rischio, finanziari e non finanziari, che, qualora si manifestassero, potrebbero avere un impatto sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria del gruppo.

Rischi finanziari

Rischio di mercato

I rischi mercato del gruppo sono specificatamente riferiti al rischio che il fair value o i flussi finanziari futuri di attività/passività possano fluttuare a causa della variazione del tasso di cambio delle valute nelle quali sono denominate le transazioni commerciali o finanziarie del gruppo, della variazione dei tassi di interesse di mercato o della variazione del prezzo delle materie prime.

Il gruppo Fincantieri, nel perseguire gli obiettivi aziendali, non intende assumere rischi di natura finanziaria. Laddove questo non sia possibile, vengono assunti tali rischi esclusivamente se questi sono correlati all'attività caratteristica neutralizzandone l'impatto (ove possibile) attraverso l'utilizzo di strumenti di copertura.

Per la copertura del rischio cambio, oltre agli strumenti finanziari, potrebbero, inoltre, essere stipulati contratti di finanziamento nella stessa valuta del contratto di vendita, oppure essere costituite disponibilità finanziarie nella medesima valuta dei contratti di approvvigionamento.

Rischio di cambio

L'esposizione al rischio valutario si manifesta in connessione alla stipula di contratti di costruzione navale denominati in valuta estera e, in misura residuale, con l'approvvigionamento di forniture in divise diverse dalla valuta funzionale.

Le operazioni di gestione del rischio cambio, per le quali vengono impiegati contratti a termine o strutture opzionali, vengono ne-

Nota integrativa

goziate in funzione dell'orizzonte temporale di prevista manifestazione dei flussi in valuta estera; ove possibile, incassi e pagamenti denominati nella stessa valuta, vengono compensati.

La gestione è orientata verso un obiettivo di copertura totale dei flussi d'incasso, mentre si limita a quelli di entità più rilevante per i pagamenti.

Nel corso del 2016, il gruppo è stato esposto al rischio cambio principalmente legato ad alcune commesse del mondo cruise e alle commesse del settore offshore. Tale rischio è stato mitigato mediante l'utilizzo di strumenti finanziari di copertura.

Rischio di variazione dei tassi di interesse

Il rischio sul tasso di interesse è definito come segue:

- incertezza dei flussi di cassa relativi alle attività e passività del gruppo derivanti dai cambiamenti nel tasso di interesse, rischio coperto mediante operazioni di tipo *cash flow hedge*;
- variabilità del *fair value* delle attività e passività del gruppo a causa del cambiamento del valore di mercato del tasso di interesse, rischio coperto con strumenti di *fair value hedge*.

Le attività e passività esposte alla variazione del tasso di interesse sono sottoposte al primo rischio mentre le attività e passività a tasso fisso sono sottoposte al secondo rischio.

Il gruppo nel 2009 ha attuato un'operazione di *cash flow hedge* ancora in essere al 31 dicembre 2016 su un finanziamento a tasso variabile finalizzato a rifinanziare con provvista a lungo termine il fabbisogno indotto dall'acquisizione di Fincantieri Marine Group LLC. In particolare, Fincantieri ha convertito il tasso variabile in un tasso fisso entrando in un *interest rate swap*.

Nel marzo del 2016, il gruppo ha negoziato un'ulteriore *interest rate swap* finalizzato a convertire da variabile a fisso il tasso di interesse relativo a un nuovo finanziamento. Lo strumento derivato è stata contabilizzato in *cash flow hedge*.

Altri rischi di mercato

I costi di produzione sono influenzati dall'andamento dei prezzi delle principali materie prime utilizzate, come ad esempio l'acciaio, il rame e i carburanti. Il gruppo mitiga tali rischi adottando coperture contrattuali, ove possibile, e/o finanziarie. Nel corso del 2016, il gruppo ha fissato, mediante contratti *swap*, il prezzo di acquisto di una parte rilevante delle forniture di *gasoil* e *fuel-oil* fino al 2018.

Rischio di credito

I crediti di cui il gruppo Fincantieri è titolare sono sostanzialmente rappresentati da partite vantate verso armatori privati, a fronte delle commesse in costruzione, verso lo Stato italiano, a fronte sia di contributi da incassare che di forniture ai corpi militari, e verso la US Navy e la US Coast Guard a fronte di commesse in costruzione.

Con particolare riguardo ai crediti commerciali che si originano verso armatori privati, il gruppo Fincantieri monitora costantemente il merito creditizio delle controparti, l'esposizione e la puntualità degli incassi. Occorre evidenziare che, nel settore *cruise*, è previsto che la consegna della nave sia subordinata all'incasso del saldo prezzo. L'incremento dei crediti commerciali rispetto all'anno precedente è principalmente dovuto all'effetto della fatturazione della rata finale di tre unità *cruise* in consegna nei primi tre mesi del 2017.

Rischio di liquidità

Il rischio di liquidità è legato alla capacità di fare fronte agli impegni derivanti dalle passività finanziarie.

Al 31 dicembre 2016 il gruppo ha evidenziato una situazione finanziaria negativa per euro 615 milioni (negativa per euro 438 milioni nel 2015). La variazione della posizione finanziaria netta è prevalentemente dovuta alle dinamiche finanziarie tipiche del business delle navi da crociera che registra una significativa crescita dei volumi rispetto all'esercizio precedente e che prevede tre unità in consegna nei primi tre mesi del 2017.

Rischi legato all'indebitamento finanziario

Alcuni contratti di finanziamento sottoscritti dal Gruppo prevedono pattuizioni, impegni e vincoli di natura finanziaria e legale (quali il verificarsi di *events of default*, anche potenziali, clausole di *cross default* e *covenants*) a carico del Gruppo o di alcune delle società del Gruppo che potrebbero portare, nel caso non siano rispettati, a un rimborso anticipato dei finanziamenti. Inoltre, future variazioni in aumento dei tassi di interesse potrebbero comportare maggiori esborsi in funzione dell'indebitamento di volta in volta in essere. Il Gruppo potrebbe non essere in grado di accedere al credito in misura adeguata al corretto finanziamento della propria attività (ad esempio in caso di performance particolarmente insoddisfacenti) ovvero potrebbe accedervi

solo a condizioni particolarmente onerose. Per quanto riguarda il settore Offshore, il peggioramento della situazione finanziaria che ha portato a un processo di ristrutturazione da parte di molti operatori del comparto sta spingendo le banche a diminuire la loro esposizione creditoria verso tali operatori, con il rischio di conseguenti ripercussioni sulle possibilità di accesso ai *construction loans* da parte della controllata Vard, necessari per finanziare non solo i progetti offshore ma anche quelli destinati ai nuovi mercati.

Nel caso in cui la capacità di ottenere accesso al credito fosse limitata, anche in ragione della propria performance finanziaria, o nel caso di incremento dei tassi di interesse o di rimborso anticipato di debiti, il gruppo potrebbe essere costretto a ritardare la raccolta di capitali ovvero reperire risorse finanziarie con termini e condizioni maggiormente onerose, con effetti negativi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria del gruppo.

Il gruppo monitora costantemente sia le circostanze che possono avere effetti negativi sulla propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria, sia la propria struttura patrimoniale e finanziaria attuale e prospettica al fine di assicurare l'accesso a forme di finanziamento adeguate nell'ammontare e nei termini. In particolare, per mitigare il rischio di liquidità e per mantenere un adeguato livello di flessibilità finanziaria, il gruppo diversifica le proprie fonti di finanziamento sia in termini di durata e controparte che di forma tecnica.

Rischi operativi

Rischi connessi alla complessità operativa

In ragione della complessità operativa derivante sia dalle caratteristiche intrinseche dell'attività di costruzione navale sia dalla diversificazione geografica e di prodotto nonché dalla crescita per linee esterne del gruppo, lo stesso è esposto al rischio:

- di non garantire un adeguato presidio all'attività di *project management*;
- di non gestire adeguatamente la complessità operativa, logistica e organizzativa che caratterizza il Gruppo;
- di non gestire adeguatamente la complessità derivante dalla propria diversificazione di prodotto;
- di non riuscire a distribuire in maniera efficiente i carichi di lavoro in base alla capacità produttiva (impianti e forza lavoro) o che un eccesso della stessa possa ostacolare il raggiungimento di margini competitivi;
- di non soddisfare la domanda di mercato a causa di un'insufficiente capacità produttiva.

Qualora il gruppo non fosse in grado di implementare un'adeguata attività di *project management*, con procedure e azioni sufficienti o efficaci al fine del controllo del corretto completamento e dell'efficienza dei propri processi di costruzione navale, ovvero non fosse in grado di gestire adeguatamente la complessità derivante dalla propria diversificazione di prodotto o non riuscisse a distribuire in maniera efficiente i carichi di lavoro in base alla capacità produttiva (impianti e forza lavoro) di volta in volta disponibile nei vari siti produttivi, potrebbe registrare una contrazione dei ricavi e della redditività con possibili effetti negativi sulla propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria.

Per gestire processi di tale complessità, il gruppo Fincantieri implementa procedure e piani di attività volti a gestire e monitorare l'attuazione di ogni singolo progetto durante la sua intera durata. Inoltre il gruppo ha adottato una struttura produttiva flessibile al fine di rispondere in modo efficiente alle oscillazioni della domanda di navi nelle varie aree di business. Questo approccio flessibile consente al gruppo di superare i limiti derivanti dalla capacità di un singolo stabilimento e di perseguire più opportunità contrattuali in parallelo, garantendo il rispetto dei tempi di consegna.

Rischi connessi alla conformazione del mercato

Il gruppo Fincantieri vanta una collaborazione pluriennale nella costruzione di navi da crociera con l'armatore statunitense Carnival, player di riferimento del settore crocieristico, che annovera, oltre al brand omonimo, compagnie dai marchi prestigiosi quali P&O, Princess Cruises, Holland America Line, Cunard, Costa Crociere. Il rapporto privilegiato con il gruppo Carnival costituisce sicuramente un punto di forza per il gruppo Fincantieri, ma potenzialmente anche un punto di debolezza se viene considerato l'aspetto relativo alla concentrazione della clientela. Nell'area di business militare la quota principale del fatturato è storicamente legata alle produzioni per la Marina Militare italiana, che rappresenta un *asset* strategico per l'Azienda, ma la cui domanda di costruzioni navali dedicate alla difesa risente fortemente delle politiche concernenti la spesa militare. La controllata Vard, che in passato ha operato principalmente nel mercato dei mezzi offshore, vanta una relazione consolidata con armatori e compagnie operanti in tale settore.

L'industria cantieristica in generale è caratterizzata storicamente da un andamento ciclico, sensibile al trend dell'industria di riferimento. I clienti del gruppo che operano nel settore offshore e cruise basano i loro piani di investimento sulla domanda che viene dai rispettivi clienti, principalmente influenzati per l'offshore dall'andamento della domanda di energia e delle previsioni del prezzo del petrolio, che alimentano gli investimenti in attività di esplorazione e produzione, e per il cruise dall'andamento del mercato del *leisure*.

Slittamenti nei programmi di rinnovamento della flotta o altre azioni con ricadute sul carico di lavoro del principale cliente nel *business* cruise del gruppo Fincantieri possono determinare conseguenze in termini di carichi di lavoro e di redditività del *business*, così