comunque, la *Corporate* e *Wind* che nel 2003, per la prima volta, supera in importo ed in percentuale la stessa *Corporate.*

I maggiori costi della spesa in esame possono essere, così, raggruppati:

- "consulenze strategiche, di direzione e organizzazione aziendale" (euro milioni *39,1* nel 2002 e *26,3* nel 2003);
- "altre consulenze diverse" (euro milioni *42,4* nel 2002 e *18,3* nel 2003);
- "oneri per acquisizioni, cessioni ed operazione straordinarie su aziende" (euro milioni *36,8* nel 2002 e *12,8* nel 2003)

per un totale complessivo di euro milioni 118,3 nel 2002 e 57,4 nel 2003.

Altra suddivisione può essere, comunque, fatta secondo la *tipologia* (ossia: strategiche, direzionali e organizzative servizi per acquisizione e dismissione imprese; commerciali e ricerche di mercato; amministrative, fiscali e finanziarie; revisione e certificazione; selezione, gestione e formazione del personale; studi, ricerche e consulenze tecniche; ecc.) ovvero i *settori* interessati (affari istituzionali e internazionali; personale, organizzazione e servizi; amministrazione, finanza e controllo; comunicazione; e-*business development*, ecc.).

Il prospetto n. 23 dà contezza dei primi dieci consulenti nel biennio:

prospetto n. 23 (in milioni di euro)

PRINCIPALI CONSULENZE del GRUPPO	(fonte Enel)			
	2003	***inc. %***	**2002**	***inc. %***
Mc Kinsey	5,8	*13,0*	11,8	*14,5*
Medea Development			3,8	*4,7*
Accenture			2,5	*3,1*
At Kearney	1,3	*2,9*	2,3	*2,8*
Omnia Servizi 94	2,9	*6,5*	2,0	*2,5*
Innogy			1,7	*2,1*
Price Waterhouse Global Management			1,7	*2,1*
Bain & Company			1,5	*1,8*
Medea Consulting			1,3	*1,6*
Booz Allen & Hamilton Italia	1,0	*2,2*	1,2	*1,5*
Santander central	1,5	*3,4*		
Scenari immobiliari	1,4	*3,1*		
Real estate advisory group	1,1	*2,5*		
Grandi numeri	1	*2,2*		
Ipso explorer	0,7	*1,6*		
Altri	*27,9*	*62,6*	*51,7*	*63,4*
totale	**44,6**	*100,0*	**81,5**	*100,0*

Dopo la costituzione della funzione Acquisti, l'*iter* autorizzativo prevede che le consulenze di valore superiore ad euro 50.000 [212] siano esaminate congiuntamente dalle funzioni *Corporate* "Personale e Organizzazione (CPO)" e "Acquisti e Servizi (CAA)" cui spettano, anche, compiti di controllo sulle tariffe nonché sulla rispondenza tecnico-

[212] Alcune aree (ad esempio WIND S.p.A.) godono di autonomia e, pertanto, talune consulenze - sebbene superiori a 50.000 euro - non seguono la procedura sopra descritta.

professionale della prestazione; la proposta è, successivamente, sottoposta all'autorizzazione dell'Amministratore Delegato di *ENEL S.p.A.*

Le consulenze di importo inferiore a 50.000 euro sono gestite in autonomia dalle singole Divisioni/società e dalla *Corporate*.

Non essendovi un albo dei consulenti, gli incarichi sono affidati su base fiduciaria.

La contrazione delle spese per le consulenze è da apprezzare e rappresenta uno dei possibili obiettivi di contenimento dei costi tanto più che esistono ampi margini per la ulteriore riduzione e la razionalizzazione di questa tipologia, senza rischi di pregiudizio per l'efficienza operativa e per i risultati conseguibili: va, pertanto, costantemente perseguita, anche, per meglio valorizzare le professionalità interne e si invita *ENEL S.p.A.* nonché tutte le altre società del *Gruppo* a compiere ogni possibile sforzo verso questo obiettivo.

* * *

D) Le **spese per l'informatica** (prospetto n. 24) – riguardanti sopra tutto *Enel.it* e *Wind* - denotano andamento altalenante e si riferiscono, in gran parte, a servizi di varia consulenza, nonché a prestazioni tecnico-ingegneristiche ed altre (bancarie, amministrativo/contabili, legali, ecc.). Quanto ai principali fornitori, nel 2003 l'*Accenture S.p.A.* cumula circa il *18%* dell'intero valore delle prestazioni professionali.

Per la regolamentazione delle attribuzioni di incarichi per prestazioni professionali, è stata preannunciata una procedura assimilabile a quella già in atto per le consulenze.

prospetto n. 24 (in milioni di euro))

COSTO PER SERVIZI INFORMATICI del GRUPPO ENEL	(fonte Enel)					
	2003	***inc. %***	**2002**	***inc. %***	**2001**	***inc. %***
Corporate	2,8	*2,1*	0,3	*0,2*	1,4	*1,2*
Enel Produzione	1,1	*0,8*	1,5	*1,1*	1,0	*0,9*
Sfera			1,6	*1,1*	1,1	*0,9*
Enel Real Estate	0,1	*0,1*	0,3	*0,2*	0,8	*0,7*
Enel Distribuzione	9,3	*7,0*	7,3	*5,1*	6,2	*5,3*
Enelpower					0,4	*0,3*
Enel.it	90,0	*67,9*	91,1	*64,2*	60,9	*52,0*
Enel Trade (ex Enel FTL)					0,2	*0,2*
Enel Hydro			0,1	*0,1*	0,1	*0,1*
Enel Green Power	0,2	*0,2*	0,1	*0,1*		
Altre	6,6	*5,0*	9,3	*6,6*	1,6	*1,4*
Wind	22,5	*17,0*	30,2	*21,3*	43,5	*37,1*
totale	**132,6**	*100,0*	**141,8**	*100,0*	**117,2**	*100,0*

3. Permane il saldo negativo dei **proventi ed oneri *finanziari*** a causa dell'incremento degli oneri (rispettivamente euro milioni 418, nel 2002, e 464 nel 2003) su *debiti obbligazionari* (euro milioni 8.076 e 10.431) nonostante la diminuzione (da euro milioni 710 a 695) degli oneri su *debiti verso le banche* (euro milioni 16.208 e 15.122); il saldo si riduce di poco nel 2003 (-45 milioni di euro) sia per il minor costo medio dell'indebitamento sia per la crescita dei relativi proventi finanziari che da euro milioni 301 lievitano a 437.

4. Rispetto al 2001, si inverte la tendenza dei **proventi e oneri *straordinari*** che presentano, dapprima, una brusca e netta diminuzione del saldo positivo (*-68,25%*) e, a fine 2003, espongono risultato negativo (-136 milioni di euro): il fenomeno è provocato sia dalla assai marcata riduzione (nel 2003) [213] dei proventi straordinari sia dall'andamento alterno dei corrispondenti oneri, con punta massima di euro milioni 2.268 nel 2002. Tra questi ultimi si segnalano gli incentivi all'esodo del personale e, nel 2002, le già ricordate svalutazioni (1.511 milioni) della partecipazione in *Wind* nonché le svalutazioni diverse, le rettifiche e le sopravvenienze varie.

11.5 – Dati riclassificati.

Nelle pagine che seguono, i dati del conto economico e della situazione patrimoniale sono esposti sulla base della **riclassificazione** effettuata secondo criteri conformi alla prassi internazionale. Ciò consente non solo diversa e più ampia prospettazione dei risultati ma una migliore comprensione di essi, in aderenza alla complessa realtà gestionale della Società.

11.5.1 – Gestione Economica

prospetto n. 25 (in milioni di euro)

SINTESI GESTIONE ECONOMICA DI GRUPPO	2003	*var. %*	2002	*var. %*	2001
- Ricavi	31.317	*4,47*	29.977	*4,16*	28.781
- Costi operativi (al netto dei costi capitalizzati)	21.476	*-2,89*	22.116	*9,24*	20.245
***Margine operativo lordo* (EBITDA)**	**9.841**	*25,19*	**7.861**	*-7,91*	**8.536**
- Ammortamenti e accantonamenti	5.109	*2,57*	4.981	*-1,52*	5.058
***Risultato operativo* (EBIT)**	**4.732**	*64,31*	**2.880**	*-17,19*	**3.478**
- Proventi (oneri) finanziari netti e svalutazioni di partecipazioni	-1.203	*-2,75*	-1.237	*3,51*	-1.195
Risultato *ante* comp. straord. e imposte	**3.529**	*114,79*	**1.643**	*-28,03*	**2.283**
- Proventi (oneri) straordinari netti	-136	*-118,48*	736	*-68,25*	2.318
Risultato *ante* imposte (*EBT*)	**3.393**	*42,62*	**2.379**	*-48,29*	**4.601**
- Imposte	966	*58,88*	608	*-6,32*	649
- Risultato di pertinenza di terzi	82	*-65,40*	237	*-13,50*	274
UTILE NETTO del Gruppo	**2.509**	*24,95*	**2.008**	*-52,48*	**4.226**

Rispetto al 2001, alla fine del 2003 - dopo le flessioni del 2002 - tornano a lievitare :

a) **il margine operativo lordo** (***EBITDA***) (euro 1.305 milioni = *+15,29%*) cresciuto in tutte le aree del Gruppo per effetto sia dei miglioramenti delle divisioni - in particolare, "Generazione ed energy management" [214] e "telecomunicazioni" [215] - sia di alcune

---

[213] *I proventi straordinari contengono, in massima parte, nel 2002 le plusvalenze realizzate per le cessioni di Eurogen* (euro milioni 2.313) e per le vendite delle reti elettriche di Milano e Verona (nel complesso, euro milioni 459); nel successivo esercizio, invece, trattasi delle plusvalenze concernenti *Interpower* (euro milioni 356) ed alcune reti urbane (euro milioni 165).

[214] A seguito di vari fattori quali: il recupero della "penale idro" per il 2002 e degli oneri sostenuti per i certificati verdi, l'incremento del differenziale positivo tra la componente delle tariffe destinata al costo dei combustibili e l'onere sostenuto a tale titolo, la crescita del margine sulla produzione elettrica da energia idro-geotermica, l'aumento dei *margini sulla vendita di gas naturale.*

[215] Minore incidenza dei costi di interconnesione e *roaming.*

nuove attività (distribuzione e vendita del gas, *trading* di combustibili, ecc.) sia dell'apporto, dal 2003, della divisione "internazionale" [216];

b) **il risultato operativo** (***EBIT***) (*15,11%* in confronto ai ricavi, percentuale migliore - rispetto al 2001 - quando aveva raggiunto il *12,08%*);

c) l'**utile netto** il cui importo non eguaglia, tuttavia, il valore del 2001 quando il Gruppo beneficiò delle straordinarie cessioni, nell'ambito del processo di liberalizzazione, per l'incidenza delle componenti straordinarie nette di reddito.

Il **risultato prima delle imposte** (***EBT***) flette di 1.208 milioni di euro (*-26,25%*) in conseguenza, soprattutto, degli *oneri* straordinari netti (negli anni precedenti vi erano stati, invece, *proventi* straordinari netti) cui si aggiungono altre componenti negative: gli oneri finanziari netti e le partecipazioni collegate all'indebitamento per il finanziamento degli investimenti nei settori delle TLC (in particolare, l'acquisto della quota di *Wind* da *France Telecom*), del gas e dell'energia da fonti rinnovabili nonché la svalutazione di talune partecipazioni in imprese esterne al Gruppo, ecc.

Il **peso effettivo delle imposte sul reddito** - che nel 2001 fu del *14,1%* - aumenta al *25,6%* nel 2002 ed al *28,5%* nel 2003. Il *Gruppo* ha potuto giovarsi: dell'affrancamento delle riserve da ammortamenti anticipati (consentita dalla legge finanziaria 2002), della rettifica fondi imposte differite (in seguito alla rivalutazione dei cespiti d'impresa effettuati sui bilanci delle principali società del Gruppo) (cfr. par. 2.8.G e par. 11.3.B2) e, infine, delle cospicue plusvalenze da cessione di impresa e rami aziendali (tassate in base all'imposta sostitutiva del *19%,* in luogo di quella ordinaria).

Aumentano i *ricavi* [217] specie quelli dei "servizi di telecomunicazione" dovuti, prevalentemente, alla telefonia mobile ed ai primi effetti dell'operatività sul mercato greco; tendono, invece, a diminuire le vendite di terminali telefonici e, sopra tutto, gli introiti del servizio *internet* e telefonia fissa.

Nel 2003, dopo l'acquisizione del Gruppo Camuzzi gazometri, è in sensibile incremento il settore "vendita gas ai clienti finali".

I ricavi da "altri servizi" si presentano anch'essi in crescita per l' attività di ingegneria e costruzioni connessa all'utilizzo della Rete di Trasmissione Nazionale, dei servizi informatici e di

[216] In particolare: *Maritza, Enel North America , Enel Latin America* (ex EGI); è in calo il contributo di Viesgo.

[217] (in milioni di euro)

RICAVI	**2003**	*var. %*	**2002**	*var. %*	**2001**
- energia elettrica e contributi da Cassa Conguaglio	20.013	*-1,87*	20.395	*-5,84*	21.660
- servizi di telecomunicazione	3.959	*8,70*	3.642	*29,29*	2.817
- vendite gas alla clientela finale	1.254	*60,77*	780		
- altri servizi, vendite e proventi diversi	6.091	*18,04*	5.160	*19,89*	4.304
totale	**31.317**	*4,47*	**29.977**	*4,16*	**28.781**

illuminazione pubblica; nel 2003, comunque, gran parte degli introiti è causata dal recupero della penale idroelettrica (*cfr.* par. 2.8.E).

Andamento alterno, nel complesso e in molte componenti, presentano i ***costi operativi*** [218] in quanto, nel 2002, aumentano del *9,24%* (in particolare per acquisto di: combustibili per *trading* e gas naturale destinato alla distribuzione energia elettrica da terzi nonché per acquisto materiali) mentre diminuiscono a 21.476 milioni nell'esercizio successivo.

In confronto al 2001, flettono progressivamente - oltre al *costo del lavoro*, parallelamente alla riduzione dell'organico medio (il maggior "costo unitario medio" riflette, invece, il rinnovo del contratto di categoria nonché la normale dinamica contributiva e l'incremento delle componenti variabili della retribuzione) - i consumi di carburanti, destinati alla produzione termica.

Le altre componenti manifestano oscillazioni, negli importi e in percentuale, dovute a circostanze particolari: ad esempio, nel 2002 sono in crescita sia l' acquisto di energia elettrica da terzi (per il maggiore costo unitario medio) sia i consumi di materiali (per i maggiori fabbisogni per l'attività di ingegneria e costruzioni ai clienti terzi), sia gli oneri per le interconnessioni e il servizio di *roaming* su telefonia mobile [219] sia i costi per servizi e godimento beni di terzi [220].

L'andamento altalenante dei "costi capitalizzati" è legato alla diminuzione delle realizzazioni interne di impianto nell'ambito della divisione "mercato, infrastrutture e reti".

[218]

(in milioni di euro)

COSTI OPERATIVI	**2003**	*var. %*	**2002**	*var. %*	**2001**
- costo del lavoro	3.440	*-4,15*	3.589	*-3,57*	3.722
- consumo di combustibili per produzione termica	4.101	*-3,62*	4.255	*-18,94*	5.249
- energia elettrica da terzi	4.620	*-3,79*	4.802	*31,60*	3.649
- interconnessioni e *roaming*	1.381	*-3,16*	1.426	*0,14*	1.424
- servizi e beni di terzi	3.843	*-10,29*	4.284	*1,78*	4.209
- combustibili per trading e gas per vendita alla clientela finale	2.378	*6,30*	2.237	*122,59*	1.005
- acquisto materiali	1.733	*-12,25*	1.975	*46,95*	1.344
- altri costi	924	*28,16*	721	*24,96*	577
- costi capitalizzati	-944	*-19,52*	-1.173	*25,59*	-934
totale	**21.476**	*-2,89*	**22.116**	*9,24*	**20.245**

[219] Lo sviluppo delle reti di proprietà a consentito la riduzione del traffico canalizzato su altri operatori.

[220] Nel 2002 risultano, però, in crescita a causa dei maggiori oneri dovuti allo sviluppo dell'attività di telecomunicazione (costi commerciali, affitto circuiti e reti di trasmissione, servizi, ecc.) e a quella di generazione per oneri al Gestore della rete e canoni acqua.

11.5.2 - Gestione patrimoniale.

prospetto n. 26 (in milioni di euro)

SINTESI STRUTTURA PATRIMONIALE DEL GRUPPO	**2003**	**2002**	*var.%*	**2001**	*var.%*
- Immobilizzazioni nette	51.262	51.162	*0,20*	50.316	*1,68*
- Capitale circolante netto	-2.054	-1.240	*65,65*	-3.125	*-60,32*
CAPITALE INVESTITO LORDO	**49.208**	**49.922**	*-1,43*	**47.191**	*5,79*
- Fondi diversi	-3.719	-4.613	*-19,38*	-4.152	*11,10*
CAPITALE INVESTITO NETTO	**45.489**	**45.309**	*0,40*	**43.039**	*5,27*
- Patrimonio netto del Gruppo	21.124	20.772	*1,69*	20.966	*-0,93*
- Patrimonio netto di terzi	191	70	*172,86*	143	*-51,05*
PATRIMONIO NETTO COMPLESSIVO	**21.315**	**20.842**	*2,27*	**21.109**	*-1,26*
- Indebitamento finanziario netto complessivo	**24.174**	**24.467**	*-1,20*	**21.930**	*11,57*
TOTALE	**45.489**	**45.309**	*0,40*	**43.039**	*5,27*

Il *patrimonio netto del Gruppo* passa nel triennio da euro 20.966 a 21.124 milioni (*+0,74%*).

Limitatamente al biennio 2002/2003, invece, l'aumento è dovuto al saldo positivo fra l'utile netto del 2003 (= euro 2.509 milioni) e altre operazioni - per complessivi euro milioni 2.157 - tra le quali l'erogazione (2.183 milioni) del dividendo, l'incremento derivante dalle rivalutazioni (33 milioni) nonché i valori negativi (-7 milioni di euro) della conversione dei bilanci delle società estere ed altri movimenti. Il fabbisogno di capitali è coperto per il *46,87%* dal patrimonio netto e per il restante *53,13%* dall'indebitamento.

Dal confronto con la situazione al 31 dicembre 2001, si desumono:

- l'incremento (euro milioni 846 e 100) delle "*immobilizzazioni nette*" determinato da investimenti, cessioni e dismissioni (1.520 e 738), ammortamenti (4.477 e 4.516), differenze di consolidamento (1.411 nel 2003 per l'acquisto del *26,6%* di);
- l'andamento sempre negativo, sebbene per importi inferiori al 2001, del "*capitale circolante netto*": la flessione del 2002 è connessa, tra l'altro, agli incrementi sia delle rimanenze (euro milioni 1.334 milioni) e dei crediti tributari netti (1.664) sia delle altre passività (euro milioni 996). Nel 2003, invece, influiscono l'incremento delle altre passività (1.068) e la variazione della posizione netta verso l'erario (1.449);
- la lievitazione (*4,27%*) del "*capitale investito lordo*" anche a causa del diminuito, (rispetto al 20019 valore negativo del "capitale circolante netto");
- l'alterno andamento dei "*fondi diversi*" la cui flessione nel 2003 è dovuta alla riduzione del fondo imposte differite (conseguente all'operazione di rivalutazione effettuata nei bilanci civilistici delle principali società del Gruppo);
- l'incremento (*5,69%*) del "*capitale investito netto*".

11.5.3 - Gestione finanziaria (prospetto n. 27, dati riclassificati) .

Il panorama è caratterizzato nel 2003 da qualche miglioramento, rispetto all'esercizio 2002 il cui rendiconto comprendeva, però, i risultati del Gruppo Viesgo, della gestione operativa di *Eurogen* (fino al momento della cessione), *Interpower* e *Cesi* (per l'intero esercizio) nonché del Gruppo Camuzzi (dal 1.7.2002) [221].

prospetto n. 27 (in milioni di euro)

SINTESI GESTIONE FINANZIARIA DEL GRUPPO	2003	2002	var.%	2001	var. %
- Liquidità generata da gestione corrente (*Cash flow* operativo)	7.173	4.793	*49,66*	6.164	*-22,24*
- Liquidità generata (impiegata) in attività di investimento	-4.695	-4.206	*11,63*	-8.727	*-51,80*
- Liquidità generata (impiegata) in attività di finanziamento	-2.061	239	*-962,34*	3.249	*-92,64*
- Pagamenti contr. Str. FPE e imposte affr. riserve e condono fiscale	-365	-1.013	*-63,97*	-651	*55,61*
- *Cash flow* generato (impiegato) nel periodo	52	-187	*-127,81*	35	*-634,29*
- Disponibilità liquide iniziali	400	587	*-31,86*	552	*6,34*
DISPONIBILITÀ LIQUIDE FINALI	**452**	**400**	*13,00*	**587**	*-31,86*

Nel 2003 la *liquidità prodotta dalla gestione* corrente - *"cash flow"* operativo - é superiore a quelle sia del 2001 (*+16,37%*) sia, soprattutto, del 2002 (*+49,66%*) per effetto della liquidità generata dall'attività operativa e della riduzione degli esborsi per imposte sul reddito (nel triennio 2001/3, rispettivamente, euro milioni 656, 1.731 e 357).

Le risorse per *investimenti* (destinate a: lavori di riconversione di centrali a ciclo combinato turbogas, espansione della rete di *Wind*, progetto contatore elettronico), quasi dimezzate nel 2002, aumentano a fine 2003 (*+11,63%*) in virtù di acquisizioni (*Wind* e "Union Fenosa Energias Especiales") nonché dismissioni di partecipazioni e rami aziendali.

L'attività di *finanziamento* si riduce bruscamente fino ad assumere segno negativo: è, sopra tutto, influenzata sia dal pagamento dei dividendi (euro milioni 2.183 per esercizio) sia dalle imposte di carattere straordinario (rispettivamente: euro milioni 402 e 365).

Andamento alterno registra il *saldo* tra la liquidità generata dalla gestione corrente ed i suddetti impieghi nelle attività di investimento e finanziamento, passato da euro milioni 686 del 2001 a 826 (2002) e 417 (2003).

Il *fabbisogno finanziario netto* - comprensivo anche dei pagamenti delle imposte per affrancamento riserve e per il condono fiscale nonché, nel 2002, per contributo straordinario al Fondo Previdenza Elettrici - è stato coperto per il *64,75%* (2002) e per il *99,03%* (2003) dal *cash flow* della gestione corrente e, per la parte residua, nel 2003, esclusivamente dai versamenti in conto capitale da terzi (euro 109 milioni); nel 2002, oltre a questa voce (euro 116 milioni), è stato coperto soprattutto da debiti a "medio-lungo" e a "breve" termine (saliti complessivamente di 2.306 milioni di euro, rispetto al 2001).

[221] Dal 2001, il perimetro di attività del *consolidato Enel* include *WIND* ed Infostrada oltre alle nuove società operanti nei settori del gas nonché delle energie da fonti rinnovabili.

Dal prospetto n. 28 si desume la crescita dell'*indebitamento* a "medio-lungo" termine cui si contrappone l'alterno andamento (in riduzione nel 2003) dell'indebitamento a breve:

prospetto n. 28 (in milioni di euro)

	2003	var.%	2002	2001	var.%
- obbligazioni e finanziamenti bancari a medio-lungo termine	22.382	*21,13*	18.477	16.657	*10,93*
- finanz. a breve termine v/s sistema bancario ed emissione *commercial paper*	4.628	*-36,17*	7.251	6.510	*11,38*
TOTALE	**27.010**	*4,98*	**25.728**	**23.167**	*11,05*

Analogo andamento, se pur con diversi importi, registra l'*indebitamento finanziario netto complessivo* (v. anche par. 11.3- B.3), cresciuto di euro milioni 2.537 milioni nel 2002 (*+11,57%*) e lievemente diminuito (293 milioni = *-1,20%*) nel successivo esercizio. Rispetto al 2001 la percentuale di aumento è del *10, 23%*. Si segnala la progressiva riduzione dei crediti finanziari e disponibilità liquide:

prospetto n. 29 (in milioni di euro)

INDEBITAMENTO FINANZIARIO *NETTO* COMPLESSIVO	2003	2002	var. %	2001	var. %
A – Indebitamento *netto* a medio-lungo termine [222]	20.488	18.292	*12,01*	16.639	*9,93*
B – Indebitamento a breve termine [223]	4.632	7.251	*-36,12*	6.540	*10,87*
TOTALE (A+B)	***25.120***	***25.543***	*-1,66*	***23.179***	*10,20*
C - Crediti finanziari e disponibilità liquide	-946	-1.076	*-12,08*	-1.249	*-13,85*
INDEBITAMENTO FINANZ. NETTO COMP. (A+B-C)	**24.174**	**24.467**	*-1,20*	**21.930**	*11,57*

Dalle varie componenti, si desume come - oltre alla erogazione dei dividendi - abbiano influito gli *investimenti* in attività materiali e immateriali (nel biennio = euro milioni 5.604 e 3.969): la riduzione risente del disinteresse verso attività ritenute non strategiche e al completamento della riconversione a ciclo combinato di numerose centrali nonché della rete di Wind) nonché l'acquisto di alcune società e rami aziendali.

[222] Dal totale indebitamento a *medio e lungo termine* (obbligazioni, finanziamenti bancari, debiti verso altri finanziatori) sono detratte le obbligazioni proprie e altre partite e i crediti a medio e lungo termine per depositi in pegno.
[223] Negli esercizi 2001 e 2003, oltre ai finanziamenti bancari a breve ed ai *commercial paper*, è presente la voce "altri debiti finanziari a breve termine".

12 - RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI DI *ENEL S.p.A.* nel 2002 e nel 2003.

12.1 - IL BILANCIO DI ESERCIZIO.

E' redatto secondo i principi del codice civile [224] novellato dal d. lgs 9 aprile 1991, n. 127 e successive modificazioni - concernenti l'attuazione delle direttive CE in materia societaria nonché di conti annuali e consolidati – e si compone: dello *stato patrimoniale*, del *conto economico* e della *nota integrativa* ai quali si aggiunge la relazione illustrativa della gestione, comprensiva del rendiconto finanziario.

Val notare che, in seguito al processo di trasformazione di *Enel S.p.A.* da azienda elettrica integrata a *holding* industriale, la struttura patrimoniale è andata progressivamente modificandosi e l'attività operativa - riflessa nei conti economici - presenta carattere di disomogeneità essendo riferita a parametri differenti.

I bilanci 2002 e 2003 di *ENEL S.p.A.* furono approvati dalle Assemblee degli azionisti, rispettivamente, in data 23 maggio 2003 e 21 maggio 2004.

Il Collegio dei Sindaci, nelle relazioni di competenza redatte anche in osservanza delle indicazioni fornite dalla CONSOB (comunicazione DEM/1025564 del 6 aprile 2001), ha - tra l'altro - riferito di: aver ricevuto dagli amministratori con periodicità trimestrale informazioni sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla Società e dalle sue controllate e di poter *"ragionevolmente assicurare che le azioni deliberate e poste in essere sono state conformi alla legge e allo statuto sociale e non sono state manifestamente imprudenti, azzardate, in potenziale conflitto di interessi (...) o tali da compromettere l'integrità del patrimonio sociale";* non aver riscontrato l'esistenza di operazioni atipiche o inusuali svolte con società del Gruppo e con parti correlate; aver acquisito conoscenza e vigilato *"sull'idoneità della struttura organizzativa della Società"*; aver vigilato sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla Società alle società controllate; aver valutato e vigilato sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo a rappresentare correttamente i fatti di gestione.

Afferma, inoltre, che non sono pervenute denunce ex art. 2408 c.c. né esposti da parte di terzi e che *Enel S.p.A.* impronta i comportamenti aziendali alla massima trasparenza e correttezza.

---

[224] Integrati, se necessario, da quelli elaborati dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri.

12.2 - NOTAZIONI GENERALI.

Nei prospetti seguenti sono esposti i dati di **sintesi** tenuto anche conto della riclassificazione elaborata dalla Società , secondo criteri conformi alla prassi internazionale.

prospetto n. 30 (in milioni di euro)

RISULTANZE GENERALI RICLASSIFICATE - *Enel Spa*	2003	2002	*var.%*	2001	*var.%*
- ricavi	1.143	1.971	*-42,01*	3.928	*-49,82*
- costi operativi	883	1.784	*-50,50*	3.490	*-48,88*
- margine operativo lordo	260	187	*39,04*	438	*-57,31*
- risultato operativo	227	162	*40,12*	334	*-51,50*
- utile d'esercizio	607	2.405	*-74,76*	3.578	*-32,78*
- attività patrimoniali	29.521	31.077	*-5,01*	33.350	*-6,82*
- passività patrimoniali	17.524	17.504	*0,11*	20.000	*-12,48*
- patrimonio netto	11.997	13.573	*-11,61*	13.350	*1,67*
- disponibilità liquide	133	57	*133,33*	105	*-45,71*
- capitale circolante netto	1.271	1.208	*5,22*	115	*950,43*
- capitale investito netto	18.943	19.339	*-2,05*	21.170	*-8,65*
- indebitamento finanz. a breve	2.921	2.790	*4,70*	5.558	*-49,80*
- indebitamento finanz.a medio - lungo termine	5.822	3.507	*66,01*	2.860	*22,62*
- prestiti obbligazionari	7.393	5.876	*25,82*	5.956	*-1,34*
- crediti delle immobilizzazioni finanziarie	5.630	4.862	*15,80*	6.496	*-25,15*
- crediti del circolante	5.332	7.239	*-26,34*	5.323	*35,99*
- investimenti	0	2	*-100,00*	1	*100,00*
- consistenza del personale al 31 dicembre	522	527	*-0,95*	534	*-1,31*
- costi per il personale	65	60	*8,33*	57	*5,26*

In linea di massima, i risultati complessivi sono abbastanza articolati e di non agevole commento: può rilevarsi, comunque, che le numerose componenti negative del 2002 tendono a ridursi nel 2003 e che quest'ultimo esercizio manifesta, rispetto al precedente, il miglioramento della consistenza dei valori di alcune voci (MOL, risultato operativo, disponibilità liquide, crediti delle immobilizzazioni finanziarie).

Il **margine operativo lordo** si dimezza nel 2002 ed aumenta nel 2003 per il contemporaneo incremento dei ricavi dalle società del gruppo e la riduzione dei costi per servizi; in maniera analoga si presenta il suo rapporto col totale dei ricavi (flessione dall'*11,15%* al *9,48%* e successivo incremento al *22,75%*).

Simile e conseguente è l'evoluzione del **risultato operativo**.

L'**utile dell'esercizio** subisce una marcata diminuzione, specie nell'ultimo anno, con incremento dell'incidenza delle imposte dell'esercizio (*24,10%* nel 2002 e *30,60%* nel 2003); la riduzione nel periodo 2001/2003 é dell'*83,04%*.

Il **patrimonio netto** flette nella misura percentuale del *10,13* (periodo 2001/2003), in conseguenza della citata riduzione dell'utile d'esercizio; il fenomeno riguarda sopra tutto il 2003.

12.2.1 La gestione economica (prospetto n. 31, dati riclassificati).

Mostra – come già rilevato per le risultanze del *Gruppo* – diffusa flessione nel 2002 e parziali miglioramenti nell'esercizio successivo, fatta eccezione soltanto del risultato prima delle imposte e dell' utile netto di esercizio.

Prospetto n. 31 (in milioni di euro)

SINTESI DELLA GESTIONE ECONOMICA ENEL S.p.A.	2003	2002	var.%	2001	var.%
- Ricavi	1.143	1.971	*-42,01*	3.928	*-49,82*
- Costi operativi	883	1.784	*-50,50*	3.490	*-48,88*
- Margine operativo lordo	**260**	**187**	*39,04*	**438**	*-57,31*
- Ammortamenti e accantonamenti	33	25	*32,00*	104	*-75,96*
- Risultato operativo	**227**	**162**	*40,12*	**334**	*-51,50*
- Proventi (perdite) da partecipazioni	441	365	*20,82*	2.006	*-81,80*
- Proventi (oneri) finanziari netti	-225	-242	*-7,02*	-385	*-37,14*
- Proventi (oneri) straordinari netti	432	2.882	*-85,01*	3.006	*-4,13*
- Risultato prima delle imposte	**875**	**3.167**	*-72,37*	**4.961**	*-36,16*
- Imposte dell'esercizio	268	762	*-64,83*	1.383	*-44,90*
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	**607**	**2.405**	-74,76	**3.578**	-32,78

1. Prosegue il ridimensionamento, ancorché per importi e percentuali differenti, sia dei *ricavi* sia dei *costi operativi*:

A) la maggior parte dei **ricavi** proviene dalle vendite a società del gruppo e concerne, in particolare, i trasferimenti [225] ad *Enel Trade* dei contratti di acquisto di combustibile per produzione termica nonché alla riduzione del prezzo di cessione ad *Enel Distribuzione* dell'energia importata per effetto dell'andamento della componente tariffaria correlata ai prezzi dei combustibili di riferimento.

Di minore importo e con lievissimo aumento sono, invece, gli "altri ricavi da società del gruppo" che riguardano, sopra tutto, le prestazioni di assistenza e consulenza rese alle società controllate nonché il riaddebito degli oneri relativi al trattamento di previdenza integrativa dei dirigenti in quiescenza di competenza delle controllate.

Diminuiscono, infine, i "proventi diversi" (dagli 82 milioni di euro del 2001 a circa la metà, a fine 2003) per permuta energia e vendita combustibili a terzi oltre a sopravvenienze attive per conguagli sulla variazione prezzi dell'energia importata (nel 2003, anche per la sopraggiunta definizione di oneri accertati negli esercizi passati nonché per l'adeguamento del fondo svalutazione crediti risultato eccedente);

B) la riduzione dei **costi operativi** è più evidente e deriva dalla progressiva cessione dei contratti di acquisto dei carburanti (peraltro, non presenti nel 2003) - di cui si è detto

[225] Nel 2002 si è concluso il trasferimento ad *Enel Trade* (già Enel.FTL) dei contratti d'approvvigionamento combustibili per produzione termica; restano in capo a *Enel Spa* i contratti pluriennali per acquisto di energia elettrica dall'estero sino alla loro scadenza. Questa energia viene ceduta ad *Enel Distribuzione* ai prezzi previsti dall' Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas.

relativamente ai ricavi – e, in misura residuale, dal minor ricorso alle prestazioni di servizi (principalmente informatici, locazioni immobiliari, ecc) da terzi e società del gruppo; presentano andamento altalenante gli acquisti di energia elettrica la cui quantità importata è lievitata di 792 milioni di KWh nel 2002 (favorita dal costo d'acquisto sostanzialmente invariato) mentre è diminuita di 6.288 KWh nell'esercizio successivo, con una contrazione del prezzo unitario medio di euro 0,24 per KWh.

Continua la crescita del costo del lavoro per l'applicazione degli aumenti previsti dal rinnovo del contratto di categoria.

2. L'andamento degli **ammortamenti e accantonamenti** – riferiti, rispettivamente, alle immobilizzazioni immateriali ed alle quote al Fondo di Previdenza Integrativa per i dirigenti in quiescenza [226] - denota sensibile riduzione nel 2002 e lieve incremento l'anno seguente.

3. La contrazione del **risultato prima delle imposte** è causata, specie nel 2003, sia dal minor volume dei proventi straordinari netti (*-4,12%* e *-85,01%*) [227] - non compensato dalla crescita dei proventi da partecipazioni, al netto delle rettifiche di valore [228] - sia dal minor peso degli oneri finanziari netti in ragione della contrazione dell'indebitamento netto nonché della riduzione dei tassi d'interesse.

12.2.3 - La gestione patrimoniale (prospetto n. 32).

In disparte la rilevata riduzione del **patrimonio netto**, é possibile desumere il quasi identico decremento (negli importi ed in percentuale) del *capitale investito*, lordo e netto, causato da diversi fattori:

prospetto n. 32 (in milioni di euro)

SINTESI GESTIONE PATRIMONIALE *ENEL S.P.A.*	**2003**	**2002**	*var.%*	**2001**	*var.%*
- Immobilizzazioni nette	17.800	18.277	*-2,61*	21.209	*-13,82*
- Capitale circolante netto	1.271	1.208	*5,22*	115	*950,43*
Capitale investito *lordo*	**19.071**	**19.485**	*-2,12*	**21.324**	*-8,62*
- Fondi diversi	-128	-146	*-12,33*	-154	*-5,19*
Capitale investito *netto*	**18.943**	**19.339**	*-2,05*	**21.170**	*-8,65*
- Patrimonio netto	**11.997**	**13.573**	*-11,61*	**13.350**	*1,67*
- Indebitamento finanziario complessivo	6.946	5.766	*20,46*	7.820	*-26,27*
TOTALE	**18.943**	**19.339**	*-2,05*	**21.170**	*-8,65*

[226] Gli oneri sono riaddebitati alle società controllate per le quote di loro competenza. Il notevole accantonamento effettuato nel 2001, ragione della flessione della complessiva voce nell'anno successivo, deriva, come si desume dalla relazione al corrispondente bilancio consuntivo, dal "mutamento della composizione della popolazione di riferimento".

[227] Nel 2002 attengono essenzialmente alla plusvalenza per la cessione di *Eurogen* (euro 2.874 milioni) e nel 2003, alle cessioni di *Interpower* ed *Elettroambiente* (complessivamente euro 448 milioni).

[228] La riduzione, rispetto all'esercizio 2001, è in gran parte dovuta alle rettifiche di valore (4.701 milioni di euro) delle partecipazioni nel settore delle telecomunicazioni (sia direttamente in *Wind* sia in *Enel Investment Holding*), che ne riflette il notevole ridimensionamento delle aspettative di crescita (riesame del valore del business telecomunicazioni del *Gruppo*), nonché *a Enelpower, Enel Distribuzione Gas* e altre società controllate. La svalutazione del settore telecomunicazioni nel 2003 è stata di 1.223 milioni di euro.

a) per il *capitale investito lordo* dalla

- progressiva flessione delle "immobilizzazioni nette" - costituite per la quasi totalità da "immobilizzazioni finanziarie" - sia per la cessione di alcune partecipazioni (nel settore del gas e generazione) sia per la svalutazione di altre partecipazioni sia per la ricostituzione del patrimonio di *Enel Investment Holding Bv*, di *Wind* ed altre controllate minori sia infine, nel 2002, per lo svincolo dell'acconto, corrisposto l'anno precedente, in conseguenza dell'acquisto di una società dell'area gas (Camuzzi Gazometri);
- cospicua lievitazione del "capitale circolante netto" nel 2002 dovuta a varie ragioni tra cui: la crescita delle imposte anticipate, i maggiori crediti netti verso società controllate e collegate (riguardo l' i.v.a. di gruppo e gli interessi sui conti correnti intersocietari) nonché gli aumentati crediti tributari netti (per il contemporaneo effetto prodotto dalla diminuzione dell'imponibile assoggettato a imposizione ordinaria e dai maggiori dividendi assistiti da credito d'imposta). Il modesto incremento nell'anno seguente è causato dai crediti per imposte anticipate, dagli anticipi ai fornitori di energia (EDF) nonché dai crediti netti verso controllate e collegate per l' i.v.a. di gruppo.

b) per il *capitale investito netto*, dall'andamento in flessione dei fondi diversi.

Detto capitale è coperto, a fine biennio, per il *63%* dal patrimonio netto e per il restante *37%* dall'indebitamento (nel 2002, il rapporto fra le due fonti di copertura era, invece, del *70%* e del *30%*).

12.2.3 - La gestione finanziaria (prospetto n. 33).

Dai flussi finanziari rappresentativi della sola attività operativa, in quanto depurati dei conferimenti, si ricava che la principale voce continua ad essere costituita dalla liquidità della gestione corrente, con apice nel 2002 e successivo ridimensionamento in ragione del differente autofinanziamento (da euro milioni 1.899, nel 2001, a 4.746 e 1.434 milioni in prosieguo), influenzata sia dall' utile d'esercizio sia dai proventi da partecipazioni [229].

prospetto n. 33 (in milioni di euro)

SINTESI GESTIONE FINANZIARIA *ENEL S.p.A.*	**2003**	**2002**	*var.%*	**2001**	*var.%*
- Liquidità generata da gestione corrente (*Cash flow* operativo)	1.372	3.662	*-62,53*	2.331	*57,10*
- Liquidità generata (impiegata) in attività di investimento	-369	575	*-164,17*	-558	*-203,05*
- Liquidità generata (impiegata) in attività di finanziamento	-927	-4.285	*-78,37*	-1.882	*127,68*
- *Cash flow* generato (impiegato) nel periodo	76	-48	*258,33*	-109	*-55,96*
- Disponibilità liquide iniziali	57	105	*-45,71*	214	*-50,93*
DISPONIBILITÀ LIQUIDE FINALI	**133**	**57**	133,33	**105**	-45,71

Assume valore negativo nel 2003 - dopo il miglioramento del precedente esercizio - il *cash-flow* per l'attività di investimento (cessioni di partecipazioni, aumenti di capitale sociale e

[229] Nel 2002 vi è stata la distribuzione, da parte di alcune società del gruppo, del dividendo straordinario derivante dalle riserve da ammortamenti anticipati rese disponibili dall'affrancamento effettuato nel 2001.

ripianamento *deficit* patrimoniali di controllate, rimborso acconti per acquisizioni); la liquidità per l'attività di finanziamento ha invece richiesto, specialmente nel 2002, un forte impiego di risorse sia per il pagamento dei dividendi che per la riduzione dell'indebitamento (euro milioni 2.102).

I suddetti flussi finanziari hanno, complessivamente, determinato un *cash-flow* negativo nel 2002 (inferiore, tuttavia, se confrontato al 2001) e positivo nell'anno seguente con effetti sulle disponibilità liquide, iniziali e/o finali.

L' *indebitamento finanziario netto complessivo* (prospetto n. 34) torna ad aumentare, nel 2003, di euro 1.180 milioni; l'esercizio precedente, invece, aveva segnato la riduzione di euro 2.054 milioni per la marcata contrazione dell'indebitamento netto *a breve*, specie verso le società del gruppo, malgrado la crescita di quello a *medio-lungo* termine (euro 666 milioni = *+28,13%*).

prospetto n. 34 (in milioni di euro)

INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO COMPLESSIVO *ENEL S.p.A.*	**2003**	**2002**	*var.%*	**2001**	*var.%*
- Posizione finanziaria netta a medio e lungo termine	4.158	3.033	*37,09*	2.367	*28,14*
- Posizione finanziaria netta a breve termine	2.788	2.733	*2,01*	5.453	*-49,88*
INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO COMPLESSIVO	**6.946**	**5.766**	**20,46**	**7.820**	**-26,27**

12.3 - LO STATO PATRIMONIALE (prospetto n. 35).

prospetto n. 35 (in milioni di euro)

STATO PATRIMONIALE *ENEL S.p.A.*	2003	2002	2001
ATTIVO			
A) IMMOBILIZZAZIONI			
- Immateriali	16	19	14
- Materiali	6	6	11
- Finanziarie	23.398	23.099	27.234
Totale immobilizzazioni	**23.420**	**23.125**	**27.259**
B) ATTIVO CIRCOLANTE			
- Rimanenze	0	0	1
- Crediti	5.332	7.239	5.323
- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	499	514	532
- Disponibilità liquide	133	57	105
Totale Attivo circolante	**5.964**	**7.811**	**5.960**
C) RATEI E RISCONTI			
- Ratei attivi	96	102	74
- Risconti attivi	41	40	56
Totale ratei e risconti	**137**	**142**	**131**
TOTALE ATTIVO	**29.521**	**31.077**	**33.350**
Variazione %	*-5,01*	*-6,81*	*1,90*
PATRIMONIO NETTO E PASSIVO			
A) Patrimonio netto			
- Capitale	6.063	6.063	6.063
- Riserva legale	1.452	1.452	1.452
- Altre riserve	2.255	2.255	2.255
- Utili portati a nuovo	1.620	1.397	2
- Utile d'esercizio	607	2.405	3.578
Totale patrimonio netto	**11.997**	**13.573**	**13.350**
Variazione %	*-11,61*	*1,67*	*17,62*
B) Fondi per rischi e oneri	**446**	**468**	**485**
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	**11**	**12**	**12**
D) Debiti			
- Obbligazioni	7.393	5.876	5.956
- Debiti verso banche	5.304	7.542	8.128
- Debiti diversi	4.207	3.461	5.295
Totale debiti	**16.904**	**16.879**	**19.378**
E) Ratei e risconti			
- Ratei passivi	157	139	112
- Risconti passivi	6	7	12
Totale ratei e risconti	**163**	**146**	**125**
TOTALE PASSIVO	**17.524**	**17.504**	**20.000**
Variazione %	*0,11*	*-12,48*	*-6,45*
TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVO	**29.521**	**31.077**	**33.350**
CONTI D'ORDINE	**22.655**	**26.140**	**37.367**

Confrontati col 2001, i risultati si prestano alle seguenti considerazioni [230]:

[230] Nel rinviare, per ogni maggiore dettaglio informativo, alle relazioni degli amministratori della Società ed alle note integrative al bilancio, ci si limita in questa sede a fornire dati e osservazioni sulle poste di maggior rilievo ovvero con significative variazioni da un esercizio all'altro.

A) ATTIVO

1. Tra le **immobilizzazioni** - in disparte i modestissimi valori di quelle "immateriali" [231] e "materiali" [232], a seguito delle (quasi completate) operazioni di conferimento alle società controllate - assumono preminente rilievo, sebbene con andamento in calo (*-15,18%*) nel 2002 e lievissima ripresa (*+1,29%*) nel 2003, le "immobilizzazioni finanziarie" costituite dalle partecipazioni e, in minore importo, dai crediti (v. prospetto riclassificato n. 36):

prospetto n. 36 (in milioni di euro)

IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE ENEL S.p.A.	2003	2002	var.%	2001	var.%
Partecipazioni in:					
- Imprese controllate	17.732	18.200	*-2,57*	20.660	*-11,91*
- Imprese collegate	2	0		16	
- Altre imprese	34	37	*-8,11*	62	*-40,23*
Totale partecipazioni	***17.768***	***18.237***	*-2,57*	***20.738***	*-12,06*
Crediti:					
- verso imprese controllate	4.120	4.848	*-15,01*	6.051	*-19,88*
- verso altri	1.510	14		445	*-96,81*
Totale crediti	***5.630***	***4.862***	*15,80*	***6.496***	*-25,15*
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	**23.398**	**23.099**	*1,29*	**27.234**	*-4.135*

A) Per effetto del processo di riorganizzazione e razionalizzazione del Gruppo, si registra la tendenziale riduzione delle **partecipazioni** - sopra tutto, nelle società controllate - valutate in base al costo di acquisto o di sottoscrizione, rettificato per perdite durevoli di valore, salva la facoltà *ex* art. 2426, comma 2 c.c. di *"effettuare rettifiche di valore e accantonamenti esclusivamente in applicazione di norme tributarie".*

Nel biennio in esame, i principali movimenti delle partecipazioni hanno riguardato:

- cessioni per circa euro milioni, rispettivamente, 539 e 99 derivanti : a) per il 2002, in gran parte, dalla vendita sia di *Dalmazia Trieste* (324,6 milioni alla controllata *Enel Real Estate*) sia di *Eurogen* (106,1 milioni al Consorzio Edipower); b) per il 2003, dalla cessione di *Interpower* (97,7 miioni) ed *Elettroambiente* (1,2 milioni);
- costituzione di nuove società (nel 2003) per 3,6 milioni [233];
- svalutazioni e minusvalenze per euro milioni 2.732,3 e 988,4 in ciascun degli esercizi in esame. Di detti importi euro milioni (rispettivamente) 2.285,7 [234] e 934,6 [235] si

---

[231] La variazione in aumento nel 2002 (+ 6,2 milioni di euro) riguarda le "immobilizzazioni in corso e acconti" per la realizzazione del "centro congressi" nell'edificio, detenuto in locazione, in cui ha sede l'*Enel S.p.A.*. La voce risulta azzerata a fine 2003 a seguito dell'entrata in funzione e la riclassificazione, tra le immobilizzazioni materiali, di alcune attrezzature.

[232] Diminuzione connessa alla dismissione di automezzi, terreni e fabbricati, agli ammortamenti (in conto) non compensata dagli investimenti.

[233] *Enel.net Spa* (3,5 milioni) e Idrosicilia Spa (0,1 milioni).

[234] In considerazione delle ridimensionate aspettative di crescita e in presenza di perdurante perdita di valore, gli importi di bilancio sono, contrariamente al 2001, come si legge nella nota integrativa del 2002, rettificati non solo ai *fini fiscali (ai sensi dell'art. 2426, co. 2, cod. civ.), ma anche civilistici.*

[235] Secondo quanto riferito dalla Società, nella nota integrativa al bilancio 2003, in considerazione della natura non durevole delle perdite, tenuto conto del valore corrente di *Wind*, le relative svalutazioni sono state eseguite esclusivamente per non rinunciare agli indotti effetti fiscali.