riferiscono alle società riconducibili al settore delle TLC (*WIND* ed *Enel Investment Holding*, il cui attivo è costituito prevalentemente dalla partecipazione in *Wind*) [236];

- apporti in conto capitale e a copertura perdite (euro milioni 821 e 298) che, nel biennio, hanno riguardato sopra tutto: *Ape, Cise, Enel energia, Enel.Hydro, Elettroambiente, Enel Investment Holding, Wind, Enel Trade* ed *Enelpower*.

Nell'ambito della riallocazione di alcune attività ai settori di specifica appartenenza, sono state, inoltre, realizzate operazioni di scissione di rami d'azienda all'interno di società del *Gruppo* ("vendita gas", "addestramento specialistico", "fibre ottiche" e "logistica distributiva") e si è avviata la ristrutturazione delle partecipazioni nel settore *venture capital* [237] nonché la razionalizzazione del patrimonio immobiliare.

Continuano a ridursi le partecipazioni in "altre imprese", in considerazione delle svalutazioni [238] della partecipazione nella società statunitense ECHELON (partecipazione che rientra nel progetto del contatore elettronico).

2. Nell'**attivo circolante** - che nel 2002 si incrementa del *31,06%* e si riduce del *23,65%* nell'esercizio 2003 – i crediti costituiscono la voce più significativa [239] in flessione (*25,15%*) nel 2002 ed in incremento (*+15,79%)* l'anno dopo.

Nel loro ambito, la posta di maggior rilievo (rispettivamente il *73,80%* e *64,87%*) è sempre rappresentata dai "crediti verso imprese controllate" derivanti dall'accollo, a valenza esclusivamente interna, dell'indebitamento finanziario (euro milioni 3.828,3 e 3.555,1) alle Società del *Gruppo* - in sede di conferimento dei vari rami aziendali e delle attribuzioni di finanziamenti a medio/lungo termine (euro milioni 210,9 e 72,4) [240] - nonché dai crediti relativi al fondo previdenza integrativa dei dirigenti in quiescenza (euro milioni 334 e 328,9) [241]. Sono inclusi, inoltre, i prestiti concessi a *WIND* (euro 474,5 milioni nel 2002) quale quota di un finanziamento complessivo di circa duemila euro milioni, sottoscritto nel 2000, per acquistare la licenza UMTS [242]. In particolare, si segnalano i finanziamenti "a breve" sul c/c intersocietario nonché altri rapporti di finanziamento a breve termine, crediti commerciali e altri, con valori oscillanti da euro milioni 4.447 (2001) a 5.763 (2002) a 3.869 (2003): l'incremento del 2002 (*+29,62%*) è legato, in massima parte, ai maggiori fabbisogni finanziari operativi delle società

---

[236] Ad esse sono da aggiungere gli oneri sostenuti per il ripianamento dei deficit patrimoniali: 2.457,8 milioni (2002) per *Enel Investment Holding* ed *Enelpower*; 298 milioni (2003) per *Enel Investment Holding* ed *Enel Energia*.
[237] *Cfr.* paragrafo 9 - F.8.
[238] Rispettivamente per: 24,5 e 4 milioni di euro, allineando il valore alle quotazioni del titolo e al cambio euro/dollaro.
[239] *73,18%* nel 2003 e, addirittura, il *99,77%* al 31 dicembre 2002.
[240] Le diminuzioni rispetto all'esercizio precedente derivano dai rimborsi effettuati in corso d'anno e, in particolare, l'estinzione per avvenuto rimborso del credito verso *Eurogen* (2002) e *Interpower* (2003) in occasione della cessione delle società stesse.
[241] L'addebito alle società del gruppo della quota d'accantonamento di loro competenza è riportato tra gli "altri ricavi e proventi" del conto economico.
[242] Il saldo al 31/12/2003 ammonta a 163,7 milioni, con un decremento di 310,8 milioni, attribuibile a: rinuncia al credito da parte di *Enel S.p.A* per 173,5 milioni, cessione a *Enel Investment Holding* di una quota di credito per 326,5 milioni, subentro di *Enel S.p.A.* nella quota posseduta da "France Telecom" per 174,5 milioni, capitalizzazione degli interessi maturati nel 2003 per 14,7 milioni.

Enel Produzione, Enel Distribuzione Gas, Enel Gas, Interpower, Ge.AD. ed *Enel Trade* (euro 5.290 milioni, ridottisi nel 2003 a 3.352 milioni [243]).

I "crediti verso altri" si riducono drasticamente, nel 2002, per il rimborso dell'acconto (euro milioni 433,8) corrisposto da *Enel S.p.A* (nel 2001) in seguito all'acquisto della "Camuzzi SpA" nel primo semestre del 2002: sono in crescita, nell'esercizio seguente, in ragione del credito di euro milioni 1.500 verso un istituto finanziatore italiano originato dal rifinanziamento della linea di credito erogata nel 2001 a "Infostrada" (ora incorporata in *Wind*) [244]. Si riferiscono a crediti verso l'Erario, sia per IRPEG sia per imposte anticipate; di modesto importo sono le "attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni" [245] (514 e 499 milioni di euro) e le "disponibilità liquide" (passate da euro milioni 57 a 133) costituite, quasi esclusivamente, da depositi bancari.

3. Pressoché stabili, dopo l'aumento (*+8,40%*) del 2002, i **ratei e risconti attivi**: i primi riguardano il riaddebito, a società del gruppo, degli interessi sui finanziamenti ad esse accollate; gli altri evidenziano spese e disagi su prestiti nonché interessi passivi già liquidati.

B) PASSIVO

1. Il patrimonio *netto* aumenta di euro 223 milioni nel 2002 (*+1,67%*) ma diminuisce di 1.576 milioni (*-11,61%*) nel 2003 .

Restando invariati, rispetto ai valori del 2001, gli importi delle altre componenti [246] il patrimonio netto è influenzato dal risultato economico (utile di esercizio) del triennio 2001/2003 nonché dalla politica di destinazione degli utili. A quest'ultimo riguardo, la società ha deliberato:

- nel 2002, il pagamento del **dividendo** per euro milioni 2.182,7 - in ragione di *0,36* euro cadauna alle azioni ordinarie, al lordo delle eventuali ritenute di legge - e l'allocazione a riserve (utili portati a nuovo) di euro milioni 1.395;
- nel 2003, il pagamento del dividendo per euro milioni 2.182,7 e, quali "utili portati a nuovo", della parte residua pari ad euro milioni 222,7;
- nel 2004, il pagamento dello stesso dividendo e, quali "utili portati a nuovo", la parte

[243] I minori finanziamenti sono legati, da un lato, ai diminuiti fabbisogni sopra tutto di società quali *Enel Produzione*, *Enel Gas* ed *Enel.Factor* , nonché, dall'altro, alla cessione della partecipazione in Interpower.

[244] Secondo quanto si apprende dalla nota integrativa al bilancio 2003 l'operazione ha comportato la cessione delle quote del prestito dalle banche originariamente finanziatrici al suddetto istituto "*fronter*" a sua volta garantito da *Enel SpA* attraverso la costituzione di un deposito "di pegno" di pari importo e remunerato a condizioni speculari a quelle rinegoziate per il finanziamento. Considerate le condizioni alle quali la *CapoGruppo* si è a sua volta rifinanziata sul mercato, l'operazione determina per il *Gruppo* risparmi sostanziali sugli oneri finanziari.

[245] Obbligazioni *Enel S.p.A.* della "serie speciale riservata al personale" riacquistate dalla società nell'ambito della movimentazione prevista dal regolamento del prestito.

[246] Il capitale sociale (6.063,1 milioni), la riserva legale (il 24% del capitale sociale), la riserva *ex lege* n. 292/1993 (che espone la quota residua delle rettifiche di valore derivanti dalla trasformazione dell' *Enel* da ente pubblico in SpA), le riserve diverse (in parte per contributi in conto capitale da enti pubblici e organismi comunitari, in forza di leggi, per la realizzazione di nuove opere – ai sensi dell'art. 55 del d.P.R. n. 917/1986 – al fine di usufruire del beneficio di *sospensione della tassazione*).

residua, pari ad euro milioni 716,7.

Nella stessa occasione, ma in sede straordinaria, l'Assemblea ha deliberato il conferimento al Consiglio di Amministrazione della delega quinquennale ad aumentare il capitale sociale per un importo massimo di euro 38.527.550 al servizio di *stock option* 2004, riservato ai dirigenti del *Gruppo*.

Dell'***acconto*** *sul dividendo 2004* si è già detto al paragrafo 11.2.

2. Oltre al patrimonio netto, le passività si suddividono in: fondi per rischi e oneri, TFR, debiti, ratei e risconti passivi.

In particolare, al 31.12.2003, i **debiti** si riducono di euro milioni 2.474 (*-12,77%*) rispetto al 2001. L'evoluzione delle singole componenti si presenta alquanto discordante e le più significative variazioni riguardano:

- l'incremento, nel triennio 2001/3, dei "prestiti obbligazionari" (*+24,13%*) nonostante la leggera flessione registrata nel 2002 (*-1,35%*);
- l'andamento alterno dei "*debiti* (verso banche) *per finanziamenti a medio e lungo termine*" passati dagli euro milioni 2.673 del 2001 ai 2.206 e 2.567 negli esercizi successivi. Questo indebitamento riflette esposizioni sia in euro che in valuta e comprende obbligazioni e finanziamenti bancari in essere alla fine del 2003 garantiti dallo Stato Italiano; include le quote accollate con i conferimenti alle società controllate, cosicché l'indebitamento netto di *Enel S.p.A.* ammontava, rispettivamente al 31 dicembre 2001 e 2002, ad euro milioni 4.039 e 6.333 milioni. È, altresì, da notare che - a tale data - il tasso nominale medio di interesse era del *4,68%* e del *4,11%* e l'indebitamento era espresso a tassi variabili nella misura del *54%* (2002) e *49%* (2003) con copertura del relativo rischio per fluttuazioni del tasso di interesse attraverso strumenti finanziari derivati, in essere per un importo nominale complessivo di euro 3.843 e 3.895 milioni;
- la continua flessione (specialmente nel 2003 [247], da euro milioni 5.339 a 2.736 milioni - *48,75%*) dei "*debiti per finanziamenti a breve termine*". Il ricorso all'indebitamento "a breve" è motivato dalla Società con l'obiettivo di maggiore flessibilità nella gestione dell'indebitamento finanziario e con l'opportunità di beneficiare del *trend* discendente dei tassi di interesse;
- la discreta consistenza dei debiti verso "imprese controllate" con riduzione di euro milioni 1.553 (*-34,57%*) nel 2002 e nuovo aumento nell'esercizio successivo (*+19,16%*);

[247] Nella nota integrativa al bilancio di esercizio 2003 di *Enel S.p.A.* si legge che, nel corso del 2003, è scaduta una linea di credito *revolving*, stipulata nel novembre 2001, di euro 5 miliardi e ne è stata aperta un'altra per euro 3 miliardi. Sono, inoltre, scadute linee di credito *revolving* per euro 713 milioni e finanziamenti a 18 mesi per euro 700 milioni.

- il decremento, nel 2002 [248], di euro milioni 417,9 dei debiti "verso fornitori" a seguito del più volte menzionato trasferimento ad *Enel Trade* dei contratti d'acquisto combustibili per produzione termica.

C) Nei ***conti d'ordine***, diminuiti complessivamente del *30,04%* (2002) e del *13,33%* (2003), figurano gli importi relativi ad impegni per acquisti di energia elettrica (dal 1° gennaio 2001 solo da fornitori esteri) e ad operazioni a copertura dei rischi di cambio e variazione dei tassi d'interesse per indebitamento delle società del gruppo; di minore consistenza le fideiussioni rilasciate a garanzia di imprese controllate per un totale, al 31 dicembre 2002 e 2003, rispettivamente, di euro milioni 8.204 e 10.112 in confronto ai 7.855 del 2001.

[248] L'incremento di euro milioni 44,9 del 2003 si riferisce alla fatturazione, fatta a fine anno dalla EDF, dell'anticipo per la fornitura d'energia (quota fissa) per il 2004.

12.4 – IL CONTO ECONOMICO (prospetto n. 37).

È redatto in forma scalare - con dati comparati a quelli dell'esercizio precedente - ed evidenzia, quale risultato dell'attività produttiva, le differenze tra il valore ed i costi della produzione : il raffronto tra i dati economici del biennio in esame con quelli del 2001 è ancora influenzato dall'evoluzione del summenzionato processo di trasformazione dell'*Enel S.p.A.* da azienda elettrica integrata ad *holding* industriale.

Gli importi relativi al valore ed ai costi della produzione manifestano continua e sensibile diminuzione per il trasferimento dei contratti d'acquisto dei combustibili ad *Enel Trade*; restano in capo ad *Enel S.p.A.*, fino alla scadenza, i contratti pluriennali per l'acquisto di energia elettrica dall'estero.

prospetto n. 37 (in milioni di euro)

CONTO ECONOMICO *ENEL S.p.A.*	2003	2002	2001
A) Valore della produzione			
- Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.095	1.361	1.537
- Altri ricavi e proventi	47	610	2.441
Totale A	**1.143**	**1.971**	**3.978**
B) Costi della produzione			
- Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	610	1.488	3.103
- Per servizi	126	177	228
- Per godimento di beni di terzi	12	12	11
- Per il personale	65	60	57
- Ammortamenti e svalutazioni	4	3	15
- Variazione delle rimanenze di materie sussidiarie consumo e merci	-	-	5
- Accantonamenti vari	30	22	90
- Oneri diversi di gestione	68	47	136
Totale B	**916**	**1.809**	**3.644**
DIFFERENZA tra valore e costi della produzione (A - B)	***227***	***162***	***334***
C) Proventi ed oneri finanziari			
- Proventi finanziari	2.615	6.441	4.176
- Interessi e altri oneri finanziari	-1.110	-1.125	-1.174
Totale C	**1.506**	**5.316**	**3.002**
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie Totale D	**-1.290**	**-5.193**	**-1.381**
E) Proventi e oneri straordinari			
- Proventi	482	2.930	3.043
- Oneri	-50	-48	-37
Totale E	**433**	**2.882**	**3.006**
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A - B + C - D + E)	***875***	***3.167***	***4.961***
Imposte sul reddito dell'esercizio	268	762	1.383
Utile dell'esercizio	**607**	**2.405**	**3.578**
Variazione %	*-74,75*	*-32,78*	*1.483,40*

1. I **ricavi** delle vendite e delle prestazioni, attinenti in gran parte (oltre il *96%*) ad operazioni con società del *Gruppo*, sono in flessione del *71,27%*, rispetto al 2001: le due voci principali comprendono i "ricavi delle vendite e prestazioni" (rispettivamente il *69%* e il *95%* del totale) - relativi, soprattutto, a prestazioni intersocietarie [249] e, in misura residuale, verso i terzi [250] - nonché gli "altri ricavi e proventi" [251] la cui diminuzione è assai netta negli ultimi tre anni, specie nel 2002.

2. Analoga evoluzione in meno, in raffronto al 2001, presentano i **costi della produzione** (*-74,86%*), tra i quali spiccano quelli per acquisto di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci - in calo dell'*80,34%* per il menzionato trasferimento dei contratti di fornitura ad *Enel Trade* dei combustibili [252] e per la riduzione, alla fine del 2003, dei costi di acquisto di energia [253] - e i costi per servizi che diminuiscono del *44,74%* e riguardano prevalentemente prestazioni da terzi (euro milioni 138 e 97 = *-29,71%* [254]) e da società del Gruppo - *WIND, Enel Real Estate, Enel.It* (39 e 33 milioni di euro = *-15,38%*); lievitano, invece, di poco ma costantemente i costi del personale per effetto degli aumenti legati al rinnovo del contratto di categoria ed alla crescita delle componenti variabili.

Pressoché stabili i costi per godimento beni di terzi, relativi a locazioni immobiliari.

Gli oneri diversi di gestione, dopo la netta flessione (*-65,44%*) del 2002 [255] tornano a salire (*+44,68%*): l'incremento è legato, in massima parte, agli oneri - sostenuti dal 2003 - per la perequazione del prezzo di vendita e di acquisto della capacità d'importazione di energia destinata al mercato vincolato da versare alla Cassa Conguaglio per il Settore Elettrico ai sensi della delibera n. 226/02 dell'Autorità per l'Energia Elettrica e per il Gas (20 milioni di euro). Nella voce sono, inoltre, compresi 2,5 milioni di euro per la sanzione amministrativa inflitta all'*Enel SpA* dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato, per ritenuto abuso di posizione dominante da parte di Enel Energia (già Enel Trade) sulla vendita di energia ai clienti del mercato libero.

---

[249] Vendita ad *Enel Distribuzione* dell'energia acquistata all'estero e destinata al mercato vincolato, prestazioni di assistenza e consulenza alle società controllate.

[250] Permuta energia, coperture del rischio di cambio sul prezzo del combustibile.

[251] In gran parte per somministrazione combustibile per la produzione termica alle società dell'area generazione (577 milioni di euro, soltanto nell'esercizio 2002), nonché per riaddebito degli oneri relativi al trattamento previdenziale integrativo dei dirigenti in quiescenza di competenza delle controllate e sopravvenienze attive (prevalentemente per conguagli relativi alla variazione dell'indice dei prezzi dell'energia importata e alla definizione di oneri accertati in precedenti esercizi).

[252] Non sono presenti nel 2003 mentre, nel 2002, hanno influito per 577 milioni di euro.

[253] Le quantità importate sono state, dal 2001, rispettivamente: 20.578, 21.730 e 15.442 kWh, con una tendenza alla riduzione del prezzo unitario di acquisto, passato da circa 4,18 cent di euro nel biennio 2001-2002 a circa 3,94 cent di euro nel 2003.

[254] Per la contrazione , secondo quanto si apprende dalla nota integrativa al bilancio 2003, degli oneri per operazioni straordinarie su partecipazioni, nonché ai minori costi per commissioni bancarie, consulenze e prestazioni professionali di varia natura.

[255] Nel 2002, in particolare, la voce si riferisce per 27,3 milioni di euro (19,8 milioni nel 2003) all'onere relativo ai "certificati verdi" previsti dal D.L. n. 79/1999, a sopravvenienze passive (6,6 milioni di euro per conguagli relativi alla variazione dei prezzi contrattuali dell'import di energia) nonché a oneri vari (che includono anche gli emolumenti e la quota di contributo a carico dell'*Enel* relativi al C.d.A. ed al Collegio Sindacale).

In conseguenza delle suddette variazioni e malgrado la ripresa del 2003 (+ *40,12%*), si è verificata, rispetto al 2001, la complessiva riduzione della **differenza tra valore e costi della produzione**, peraltro compensata, ai fini del risultato d'esercizio, dai positivi saldi (sopra tutto nel 2002) di altre componenti del conto economico.

3. I **proventi ed oneri finanziari** crescono (+*54,24%*) nel 2002 per l'aumento (da euro milioni 3.387 a 5.558) dei "proventi da partecipazioni": di questi, 3.061 milioni riguardano il dividendo straordinario (incassato il 28/11/2002) relativo alle riserve da ammortamenti anticipati rese disponibili dall'affrancamento effettuato nel 2001; della restante somma, euro milioni 1.998 milioni rappresentano il credito d'imposta mentre 499 milioni derivano dal dividendo sul risultato 2001 (al netto dell'acconto sul dividendo = 1.178 milioni di euro versato da alcune società controllate nel settembre 2001, verificata la sussistenza delle condizioni di cui all'art. 2433/bis c.c. e tenuto anche conto della prevedibile evoluzione della gestione e dei risultati attesi alla chiusura dell'esercizio).

Nel 2003, invece, l'importo è di euro milioni 1.731 di cui 1.109 quale dividendo sul risultato 2002 e 622 per credito d'imposta.

Gli "altri proventi finanziari" (aumentati del *11,92%* nel 2002) denotano, nel biennio, opposto andamento percentuale tra la componente relativa agli "interessi su finanziamenti a breve" concessi alle società controllate (*-28,72%* e *-11,84%*) [256] e quella per "altri proventi finanziari" (*+11,92%* e *+5,75%*).

Sono in decremento gli "oneri finanziari" causati nel 2002 dalla riduzione dell'indebitamento "a breve" verso banche e dalla flessione dei tassi d'interesse sui mercati; nell'esercizio successivo, l'incremento sia degli interessi corrisposti sui prestiti obbligazionari (+33,7 milioni di euro per le nuove emissioni effettuate nell'esercizio) sia degli oneri per la copertura dei rischi di cambio (+96,9 milioni di euro) é compensato dalla riduzione (circa 147 milioni di euro) degli interessi sui finanziamenti bancari.

4. Le **rettifiche di valore di attività finanziarie** concernono "svalutazioni di partecipazioni" e presentano notevole peggioramento nel 2002 del valore negativo (+*276,30%*) e la successiva riduzione di detto valore (*-75,16%*): attengono alle controllate *Enel Investment Holding* (4.701,3 e 763.3 milioni), *Enelpower S.p.A.* (euro 193,9 milioni nel 2002), *Enel Distribuzione Gas* (euro 219,3 milioni nel 2002), *Wind* (euro 460 milioni nel 2003) e altre società (euro milioni 78,9 e 67,1).

5. I **proventi straordinari** presentano sempre saldo positivo, sebbene nel 2003 sensibilmente ridotto (in particolare *-84,16%* sul 2001). Hanno beneficiato nel 2002 delle

[256] Flessione connessa, da un lato, ai piani di rimborso intervenuti e, dall'altro, alle cessioni di *Eurogen* e di *Interpower* che hanno, conseguentemente, determinato il totale rimborso delle quote dei finanziamenti ad esse attribuiti.

plusvalenze realizzate dalla cessione di *Eurogen* (euro milioni 2.874) nonché delle sopravvenienze attive e rettifiche su imposte, ridotte soltanto in parte dalle minusvalenza per alienazione di partecipazioni (euro milioni 26,5) e sopravvenienze passive di varia natura (euro milioni 12,8). L'anno seguente la voce principale si riferisce alle plusvalenze per la cessione di *Interpower* (euro 434,1 milioni) e di *Elettroambiente* (euro 13,8 milioni), seguita dall'indennizzo (euro 10 milioni) ricevuto da SIEMENS per danni all'immagine.

Gli **oneri straordinari**, in leggera crescita nel triennio, includono: sopravvenienze di varia natura, minusvalenze da partecipazioni (euro milioni 26,5 nel 2002), oneri per esodo incentivante del personale (euro milioni 6,5 e 16) e per sanatoria fiscale (euro milioni 26,6 nel 2003) di cui alla legge 21 febbraio 2003 n. 27.

6. Infine, le **imposte sul reddito** dell'esercizio mostrano una incidenza variabile (dal *27,9%* del 2001 al *24,1%* del 2002 sino al *30,6%* del 2003) in considerazione del maggior peso rappresentato nel 2002 dai proventi (plusvalenze) assoggettati all'imposta sostitutiva del *19%* mentre sui risultati ordinari si riflettono la differente incidenza dell'IRAP (in netta flessione nel 2002 e in ripresa nel 2003) e dell'aliquota IRPEG, quasi stazionaria nel biennio 2001-2002 ma in riduzione nel 2003.

13 - CONCLUSIONI

1. Come noto, a seguito del d. lgs. 16 marzo 1999 n. 79 (c.d. *Bersani*), al sostanziale monopolio dell' *Enel* circa la produzione e la distribuzione dell' energia elettrica, attraverso la propria rete di elettrodotti, fino all'utente finale - anche se non mancavano alcune municipalizzate che vendevano l'energia stessa – la progressiva liberalizzazione del mercato elettrico ha contrapposto più operatori, ciascuno con un ruolo ben definito.

A parte ciò sono, nel frattempo, entrati in funzione l' "Acquirente Unico", il "Gestore del Mercato" e la Borsa elettrica.

Tuttavia, indipendentemente dalla considerazione che il *mix* dei combustibili per le centrali italiane incide molto sul prezzo, esiste ancora insufficiente competizione del mercato nazionale di elettricità e gas: occorre, dunque, trovare soluzioni per ridurre il costo dell'energia – *"uno dei fattori chiave che condiziona il nostro sviluppo economico e sociale"* – (...) *tramite una più incisiva azione di liberalizzazione del settore energetico e misure di promozione basate su strumenti di mercato"* compreso il più intenso *"utilizzo di fonti energetiche i cui prezzi siano collegati in misura modesta o nulla con i prezzi del petrolio",* come osservato dal Ministro delle attività produttive all'Assemblea dell' unione petrolifera svoltasi a Roma il 23 giugno 2004.

In questa ottica, giova rammentare che il Presidente dell'Antitrust ha, di recente, (relazione sull'attività 2003) auspicato maggiore ed effettiva concorrenza (ritenuta *motore della crescita*) per giungere al ribasso dei prezzi; anche il Presidente dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas, nella sua relazione annuale 2004, ha rilevato che – rispetto alla media UE – le famiglie pagano l'energia fino al *50%* in più mentre, per le imprese, il di più va dal *33* al *46*% in base all'ampiezza del consumo sia per l'insufficiente competizione nel mercato sia per la elevata dipendenza dal "caro greggio" sia per il pesante carico fiscale del prezzo del gas.

1.1 Sulla base del menzionato "decreto Bersani", l'*ENEL S.p.A.* ha conferito a società separate i rami di azienda relativi alla produzione, alla distribuzione ed alla vendita dell'energia elettrica e le società controllate si sono moltiplicate mediante un accentuato processo di diversificazione produttiva; l'*Enel* ha assunto, perciò, le caratteristiche di società *finanziaria* con "funzioni di indirizzo strategico e di coordinamento dell'assetto industriale e delle attività esercitate dalle società controllate", destinate solo queste ultime ad essere *operative*. Da società mirante alla realizzazione di un compatto oggetto sociale, l'*Enel* si è trasformata in un gruppo avente sostanzialmente le caratteristiche di una conglomerata.

2. L'esigenza di migliorare e razionalizzare i *business*, per incrementarne la redditività, ha preso avvio dalla seconda metà dell'esercizio 2002 quando il nuovo *management* ha impostato la propria azione su differenti e, in gran parte, innovativi criteri ossia: *"(...) di rifocalizzare le attività del Gruppo sul settore dell'energia in generale (energia elettrica e gas) con l'obiettivo di far diventare l'ENEL* leader *di costo nel settore, senza peraltro rinunciare ad*

eventuali opportunità di crescita qualora le stesse risultino coerenti con il core business *ed in grado di migliorare i risultati*". Inoltre, per quanto concerne le attività nel settore TLC, "*l'indirizzo è quello di proteggere gli interessi degli azionisti a fronte degli investimenti già effettuati e, quindi, di supportare WIND fintantoché questa non raggiungerà un'indipendenza finanziaria, rinviando ad una fase successiva le scelte sul futuro della società*" (*cfr.* verbale del Consiglio di Amministrazione dell'*Enel S.p.A.* in data 9 settembre 2002).

La strategia è stata circoscritta in attività più affini al *core business* sì da abbandonare, con criterio di gradualità e senza troppo negative ripercussioni finanziarie, quelle iniziative - anche all'estero - che avevano molto allargato gli ambiti operativi costituenti il tradizionale fulcro della Società. Questo nuovo *modus operandi* appare in sintonia con quanto rappresentato sia da questa Corte sia dal Collegio sindacale atteso che il "valore" dell'azienda viene riportato, sopra tutto, alla elettricità dove l' *Enel S.p.A* vanta peculiare competenza e professionalità rivenienti da molti lustri di attività ed è, perciò, in grado di competere con altri concorrenti a livello europeo.

Conserva, comunque, attualità la riscrittura delle norme statutarie – suggerita dalla Corte nel precedente referto – ad evitare criteri rimessi alle sole scelte del *management.*

L'*Enel S.p.A.* si trova, infatti, ad operare in un mercato concorrenziale e non più monopolistico: da ciò scaturiscono sia la necessità di incrementare l'efficienza operativa, la flessibilità delle strutture e l'orientamento alla soddisfazione del cliente sia l'esigenza di valorizzare le risorse e le capacità interne alla Società stessa.

2.1 Oltre al proficuo assetto del modello organizzativo della *Holding* nonché della *Corporate* (*v.* paragrafi 4 e 5), queste linee strategiche sono sfociate in numerose operazioni – in Italia e all'estero (*v.* paragrafi 3.2 e 3.3) – finalizzate, tra l'altro, a riconsiderare le attività *multiutility*, per:

1. potenziare i fondamentali settori *core business* sia dell'**energia** (nonostante le dovute dismissioni di *Interpower* ed il completamento delle cessioni di rami di azienda minori alle imprese elettriche degli enti locali) – mediante la conversione ovvero la riconversione di taluni impianti e centrali nonché l'acquisizione di partecipazioni e/o di impianti all'estero - sia del **gas** dove il Gruppo (con il piano di riorganizzazione societaria, l'acquisizione di aziende, l'ampliamento della clientela, il reperimento di nuove fonti di approvvigionamento) è riuscito a conseguire migliori risultati nell'area della distribuzione e della vendita più che dell' approvvigionamento (*upstream*);
2. dismettere talune partecipazioni (es. nel settore del "*venture capital*" e del "*waste management*") o attività (es. produzione di energia da rifiuti), cercando di prevenire ulteriori perdite;
3. abbandonare gradualmente i rami non strettamente pertinenti né congeniali al *core business* (es. disimpegno nel settore idrico, ferma restando la partecipazione ad alcune

concessioni in Sicilia e Calabria per non subire conseguenze negative), tra cui gran parte degli *assets* immobiliari;

4. indirizzare le "società di servizi" al soddisfacimento delle necessità di *Enel*.

Mediante il menzionato processo di semplificazione, nell'ambito del *Gruppo* sono state ridotte l'eccessiva proliferazione e varietà degli interventi nonché la crescita esponenziale delle società partecipate, in Italia ed all'estero; le risorse finanziarie e professionali vengono, pertanto, ora indirizzate verso più utili e proficui impieghi previo accertamento degli aspetti di forza e di debolezza di ciascun *business* nonché individuazione di quelli sinergici sul piano operativo e potenzialmente di crescita per il *Gruppo* stesso. Giova rammentare che il Piano industriale 2002/2006 prevede investimenti complessivi per quasi 30 miliardi di euro, oltre il *50%* dei quali destinati al settore elettrico: è auspicabile il puntuale rispetto di tale previsione per assicurare adeguati interventi di ammodernamento sia del parco di generazione che delle reti di trasmissione e di distribuzione.

Aggiungasi che l'interesse verso taluni Paesi europei già avanti nel settore (es. Spagna) oppure con prospettive di sviluppo ed inserimento nell'area europea (es. Bulgaria e Romania) e dell' Est (Russia) depone per una più oculata politica di presenza all'estero con scelte ragionate e, quindi, sorrette da investimenti convenienti sotto vari profili, specie di profitto.

Per le partecipazioni ancora in portafoglio, sono state assunte iniziative finalizzate a svalutare alcune di esse nonché a far dimettere i consiglieri di nomina *Enel S.p.A.* dai consigli di amministrazione di quelle società verso cui non persiste alcun interesse alla gestione e/o al controllo.

Nella telefonia (fissa, mobile, *internet*) é proseguita la politica di espansione di *Wind* – società progressivamente in crescita ed avviata all'autonomia finanziaria - consolidatasi con l' acquisizione del restante pacchetto di "Estel S.p.A." da "France Telecom".

T.E.R.NA. - prima del collocamento in Borsa (*v.* paragrafo 2.8) – ha rafforzato il proprio assetto anche mediante l'acquisizione della ulteriore quota di partecipazione del *10%* del capitale sociale di "*CESI*" (Centro elettrotecnico sperimentale italiano).

A parte ciò, sono in corso le trattative di accordo con EDF per assicurare all'*Enel S.p.A.* una presenza di lungo periodo, sul mercato francese, attraverso una posizione industriale integrata e bilanciata.

2.2 - Allo stato attuale: l'*Enel* ha dovuto scendere sotto la soglia del *50%* della produzione totale, il trasporto dell'elettricità è affidato a *T.e.r.na.* proprietaria degli elettrodotti ad alta tensione, la gestione del trasporto dell'energia è di competenza di un terzo soggetto (GRTN) il quale coordina l'impiego delle varie centrali per soddisfare il fabbisogno nazionale, mentre, infine, l'AUTORITÀ (AGCM) determina i costi di trasporto. Un sistema complesso che, indubbiamente, è caratterizzato da intuibili vantaggi ma che è suscettibile di verifica, nel tempo, non potendo escludersi che la articolata frammentazione di compiti provochi qualche

"inceppamento"; sarebbe, altresì, opportuno evitare confusione di ruoli (es. il GRTN decide come e quando investire i proventi degli investimenti ma i proventi degli investimenti stessi vanno a vantaggio dell'ENEL) per assicurare maggiore efficienza del mercato.

2.3 Tutte le suddette iniziative - finalizzate a massimizzare i profitti, ridurre i costi e mantenere inalterata la politica dei dividendi in favore degli azionisti (i piccoli risparmiatori sono circa 2 milioni e possiedono quasi il *22*% del capitale, mentre gli investitori istituzionali hanno il *18*% di esso) - iniziano a palesare taluni positivi risultati desumibili: dai consuntivi del periodo in esame; dalle periodiche relazioni, sottoposte all' esame del Consiglio; dai riconoscimenti di vario genere, a livello nazionale e internazionale (premi, ecc.); dalla quotazione del titolo in borsa; dall'interesse dei risparmiatori ad acquistare le nuove emissioni di azioni *Enel*, ecc. Val notare, inoltre, che: *1)* sul piano dell'immagine, a conferma dell'impegno di accrescere l'utilizzazione delle fonti rinnovabili con la rifocalizzazione delle attività e l'applicazione di più incisiva disciplina operativa, il Gruppo manifesta una posizione di forza in termini di "*assets*" e di capacità produttiva; *2)* sul piano della comunicazione, mediante gli aggiornamenti sulla politica aziendale fatta agli analisti e al mercato, viene fornita una adeguata informazione circa le attività svolte, le finalità perseguite e le problematiche affrontate ovvero da risolvere.

3. Il mercato dell'energia elettrica in Italia registra una produzione inferiore al fabbisogno nonché storicamente legata, in prevalenza, all'utilizzo di derivati dal petrolio; il prevedibile aumento dei consumi esige, per converso, che venga maggiormente limitato l'uso delle sostanze più inquinanti e in via di esaurimento (*es.* olio combustibile, carbone, metano) per puntare sul parco delle fonti rinnovabili - ossia quelle da considerare virtualmente inesauribili: energia solare, idroelettrica, eolica, energia da rifiuti e da biogas, geotermia e biomasse – ampliando il numero dei relativi impianti per conseguire migliori servizi a minor costo anche per effetto della conversione delle centrali a combustibili più economici, rispetto al petrolio.

In un ambito mondiale ormai globalizzato, si intravedono non lontani scenari dalle complesse implicazioni: è indispensabile, pertanto, che tutti gli "attori" del sistema energetico nazionale si adoperino a cooperare proficuamente non solo per tracciare fondate ed attendibili previsioni circa i fabbisogni energetici del nostro Paese – nel breve e medio periodo – ma, altresì, a porre in essere gli opportuni rimedi nonché ad adottare tutte le iniziative, oltre a tempestiva programmazione, per realizzare gli investimenti necessari alla copertura dei fabbisogni stessi: occorre, dunque, una coerente ed unitaria politica energetica "a più voci" in grado di soddisfare le molteplici aspettative dell'utenza – sia nei momenti di richiesta, per così dire, ordinaria sia di "picco" - senza trascurare le problematiche connesse ai costi e ai conseguenti riflessi sulle tariffe, alla salvaguardia dell'ambiente, alla tutela della salute, allo sviluppo economico, ai minori disagi possibili per la collettività, ecc.

In sostanza, si tratta di attuare l'obiettivo della UE (direttiva 2001/77) che tende alla copertura del *22%* del fabbisogno nazionale con fonti rinnovabili (mentre nel 1997 la percentuale era di appena il 6%).

Va apprezzato, per questo profilo, lo sforzo dell' *Enel S.p.A.* di proseguire nello sviluppo di dette fonti mediante ulteriori investimenti atti ad evitare l'immissione in atmosfera di anidride carbonica (oggi l'*Enel* possiede in Italia 14 centrali eoliche e produce circa 17 mila MGw di potenza installata).

4. Nel biennio 2002/2003 l'attività dell'*Enel S.p.A*. (*v.* par. 8) è stata di ampia portata, per vari profili caratterizzata da molteplici vicende, spesso in adempimento dei numerosi provvedimenti legislativi di variegato contenuto. Va dato atto che la Società ha provveduto, nelle diverse circostanze, con tempestività e in maniera adeguata (si pensi – ad esempio – ai collocamenti di azioni in Borsa, all'approvazione del nuovo statuto, all'adozione del codice di comportamento e del codice etico, al completamento del processo di liberalizzazione, alla trattazione del "caso *Enelpower*", alle iniziative dopo il *black out* del settembre 2003, all'impatto con la Borsa elettrica, ecc.): ne costituiscono conferma i riconoscimenti a livello nazionale (adesione a Confindustria, premio qualità, Oscar) ed internazionale (premio Risk, premio innovazione ambiente, ecc.) ed il frequente interesse che i *mass media* mostrano verso il *Gruppo*. Non mancano, tuttavia, talune critiche (es. posizione dominante) e sanzioni (es. decisione dell'AGCM nel procedimento Enel Trade) che, ad avviso della Corte, devono indurre l'Enel a più discreta ed equilibrata presenza sul mercato rafforzandosi, sopra tutto, sul piano competitivo – nazionale ed internazionale - in virtù della lunga esperienza acquisita specialmente nel settore elettrico.

5. - I **risultati del *Gruppo*, nel biennio 2002/2003**, si presentano non omogenei - tra l'uno e l'altro esercizio – in ragione della riorganizzazione di esso, della focalizzazione sul *core business* nonché dell'impostazione di piani e strategie (per l'immediato e per il futuro) avviate dal nuovo "management" quasi a metà del 2002 e proseguite sino a data odierna.

La maggiore positività dei risultati realizzati nel 2003 non sembra, tuttavia, un evento straordinario poiché anche quelli del primo semestre 2004 depongono vuoi per la stabilizzazione dei pregressi quadri economico/patrimoniale vuoi per il prevedibile, ulteriore loro miglioramento: tutti gli indicatori di redditività aziendale continuano, infatti, a lievitare nonostante la pur sempre critica fase congiunturale del mercato, con una domanda "piatta", ed i più ridotti consumi (ad esempio, si pensi a quelli del giugno/luglio 2004, rispetto al 2003, per la meno elevata temperatura estiva).

Né questo *trend* favorevole dell'ultimo esercizio può essere messo in dubbio sia dalla non ripetibilità di alcuni *proventi straordinari* (derivanti, principalmente, da plusvalenze oppure rettifiche di vario genere ovvero conguagli, oppure dal recupero della penale idroelettrica, ecc.) - poiché non solo sono in diminuzione ma restano inferiori nel 2003 agli *oneri straordinari* (per

svalutazioni, incentivi all'esodo del personale, rettifiche di vario genere e conguagli, ecc.) - sia dalla rivalutazione *ex lege* n. 350/2003 effettuata, per alcune categorie di beni, dalle principali Società del Gruppo sia dai *debiti* in continua espansione (fenomeno, quest'ultimo, rientrante nella strategia della Società di trasformare l'indebitamento da breve a medio/lungo termine, avvalendosi delle favorevoli opportunità bancarie) sia, infine, dal "picco" dei consumi estivi del 2003.

E' importante sottolineare che - proprio in ragione dei complessivi progressi gestionali, specie quelli ottenuti nel 2003 - è stato possibile mantenere e distribuire, nel biennio in esame, lo stesso dividendo dell'esercizio 2001 ossia euro *0,36* per azione con ampia e favorevole eco da parte dei risparmiatori nonché dei *mass media*; a ciò aggiungasi che il Consiglio di Amministrazione dell' *Enel S.p.A.* - in base all'art. 2433 bis c.c. nonché all'art. 26.3 dello Statuto - ha deliberato, da ultimo, di distribuire un *acconto* sul dividendo 2004 (di importo pari ad euro *0,33* per azione) per effetto della situazione contabile al 30 giugno 2004: in particolare, per la plusvalenza realizzata con la parziale cessione di *T.E.R.NA.* e per l'utile di periodo (euro milioni 2.241) derivante dal "disinquinamento fiscale" operato, nel semestre, in applicazione delle vigenti nuove norme di diritto societario e tributario.

5.1 - Il raffronto 2001/2003, invece, depone per gli incrementi - pur se con diversa percentuale nonché con andamento, talvolta, altalenante nell'esercizio intermedio – del: *a)* patrimonio netto del *Gruppo* (sopra tutto: immobilizzazioni e attivo circolante), dovuto al saldo positivo fra l'utile netto del 2003 (= euro 2.509 milioni) e altre operazioni; *b)* capitale investito (lordo + *4,27%* e netto *+5,69%*); *c) cash flow* operativo - anche netto - passato da euro milioni 6.164 del 2001 a 7.173 (*+16,37%*).

Il *fatturato* (ricavi) è aumentato nel 2002 del *4,16%* e nel 2003 del *4,47%*; il *fabbisogno di capitali* (capitale investito netto) è stato coperto:

- nel 2002: per il *46%* dal patrimonio netto e per il restante *54%* dall'indebitamento;
- nel 2003: per il *46,87%* dal patrimonio netto e per il restante *53,13%* dall'indebitamento.

Il *fabbisogno finanziario netto*, invece, è stato coperto per il *64,75%* (2002) e per il *99,03%* (2003) dal *cash flow* della gestione corrente (in particolare, nel 2002, soprattutto dai debiti a "medio-lungo" ed a "breve" termine) e, per la parte residua, nel 2003, esclusivamente dai versamenti in conto capitale da terzi.

Al netto delle poste straordinarie, l'*utile di esercizio* lievita a 2.645 milioni di euro; diversamente, sarebbe in marcata diminuzione - *40,63%* (dai 4.226 milioni di euro ai 2.509 al 31 dicembre 2003).

Permane un certo irrigidimento gestionale causato dall' accresciuta consistenza dei debiti (specie, obbligazioni e debiti diversi): l'*indebitamento finanziario netto* complessivo è, infatti, salito ad euro milioni 24.174 - (*+10,23%*) rispetto agli originari 21.930 - ma é in calo (*-1,2%*) se rapportato al 2002.

Si riducono gli *investimenti* (da euro milioni 4.083 del 2001 a 3.623 nel 2003: *-11,27%)* per vari motivi tra cui il disinteresse verso attività ritenute non strategiche, il completamento sia della riconversione a ciclo combinato di alcune centrali sia della rete di *Wind*, l'acquisto di alcune società e rami aziendali (Viesgo, Blu, area gas, ulteriore quota *Wind*, ecc.).

Per il profilo economico si segnalano il progressivo aumento del *valore della produzione* (ricavi sempre superiore ai costi), l'incremento sia del margine operativo lordo (*EBITDA= + 15,29%* avuto riguardo al 2001/2003 e *+25,19%* 2002/2003) sia del risultato operativo (*EBIT*) - salito nel periodo 2001/2003 del *36%, dopo* la flessione (*-17,19%*) del 2002 - sia del risultato d'esercizio ma limitatamente all'ultimo anno (*+24,95%*). Il risultato prima delle imposte (*EBT*) flette nel 2003, rispetto al 2001, di euro milioni 1.208 (*-26,25%*).

6. I **risultati dell'*ENEL S.p.A.*** sono, invece, più articolati e di meno agevole commento: può rilevarsi, comunque, che le numerose componenti negative del 2002 tendono a ridursi nel 2003 e che quest'ultimo esercizio manifesta, se raffrontato al precedente, il miglioramento della consistenza dei valori di talune voci (MOL, risultato operativo, disponibilità liquide, crediti delle immobilizzazioni finanziarie); in particolare: il MOL recupera nella misura del *39,04%* ed il risultato operativo nella misura del *40,12%*.

La *gestione economica* presenta diffusa flessione nel 2002 e parziali miglioramenti nell'esercizio successivo, fatta eccezione soltanto del risultato prima delle imposte e dell'*utile netto di esercizio*; quest'ultimo, comunque, nel periodo 2001/2003 si riduce dell' *83,04%.*

Il *patrimonio netto* diminuisce nella misura percentuale del *9,87%* (periodo 2001/2003), in conseguenza della netta riduzione dell' utile d'esercizio, ma la flessione attiene sopra tutto all' esercizio 2003.

7. Nel richiamare tutte le considerazioni svolte nel corso del presente referto, **la Corte esprime conclusivamente un giudizio in sostanza positivo** avendo la Società conseguito nel biennio in esame risultati di maggiore economicità, efficacia ed efficienza - nonché suscettibili di ulteriore miglioramento - per effetto della strategia del *management* di ridurre i costi, massimizzare i profitti e mantenere la politica dei dividendi nonostante abbia dovuto scendere, con le dismissioni e cessioni, sotto la soglia del *50%* della produzione totale di elettricità. Vanno apprezzati, in proposito:

- gli esiti della riorganizzazione;
- la riconsiderazione semplificativa delle attività *multiutility* e la focalizzazione sul più tradizionale *core business* dell'energia e del gas;
- l'impostazione di piani e strategie di breve e medio periodo tali da rendere più efficiente e competitivo il *Gruppo* sul mercato nazionale ed internazionale;
- talune operazioni con esito positivo (es. la politica di espansione di *Wind* tramite l'acquisizione da *FRANCE TELECOM* della residua quota di partecipazione detenuta nella società; il potenziamento di *T.E.R.NA.* prima del collocamento in Borsa, ecc.).

Dal recentissimo collocamento sul mercato della 3^ "tranche" di azioni *Enel* - e, quindi, dalla conseguente, più ampia, apertura del capitale ai privati – la Società stessa non potrà che trarre vantaggi essendo nelle condizioni di maggiore autonomia dal potere politico per adottare sistemi di gestione, da auspicare, sempre più in linea con i più importanti gruppi internazionali.

Giova, comunque, tener presente - in un settore *"capital intensive"*, come quello dell'*ENEL* - l'esigenza di: *a)* più ampia concorrenza per conseguire anche il ribasso dei prezzi, tanto più se si considerano la recente operatività della borsa elettrica e l'istituzione dell'Acquirente Unico; *b)* incrementare la produzione, per renderla più vicina al fabbisogno; *c)* potenziare il numero degli impianti capaci di fornire energia pulita; *e)* effettuare maggiori investimenti e più ricerca per l'utilizzo delle fonti rinnovabili, meno legate ai derivati dal petrolio.

Ciò premesso, la Corte richiama l'attenzione anche sulle seguenti problematiche evidenziate nel presente referto:

1. l'elevato numero del personale dirigente solo in parte ricollegabile alle numerose acquisizioni societarie che possono aver determinato, nella fase iniziale di integrazione, sovrapposizione di strutture;
2. la stretta interrelazione, in tema di *stock option*, fra i coessenziali obiettivi del "piano" (l'incentivazione e la fidelizzazione delle risorse-chiave dell'azienda nonché la valorizzazione dell'investimento degli azionisti) di modo che il primo non possa conseguirsi se non congiuntamente al secondo;
3. la dovuta attenzione al sistema di controllo interno, estendendo la funzione di esso a tutte le società del *Gruppo* ritenute più significative come, peraltro, previsto dal d. lgs. n. 231 del 2001;
4. la permanenza dei numerosi incarichi di amministratori o dirigenti di ENEL, nei Consigli di Amministrazione delle società controllate.

Per i profili più strettamente *gestionali e di bilancio* va seguita la situazione dello stato patrimoniale e, sopra tutto, il livello di indebitamento finanziario, ad evitare l'incremento degli oneri e l'irrigidimento della gestione.

Tenuto conto di quanto rilevato dalla Società di revisione sembra, poi, necessario prevedere un apposito fondo per fronteggiare "alcune controversie ed altre situazioni di incertezza riguardanti, principalmente, problematiche di natura tariffaria, ambientale e urbanistica dal cui eventuale esito sfavorevole potrebbero derivare oneri che tuttavia, ad oggi, non sono determinabili".

Graccio de Marco