A) ATTIVO

1. Tra le **immobilizzazioni**, complessivamente in decremento (euro 3.384 milioni = *14,45%*) - in disparte i modestissimi valori delle "immateriali" [310] e "materiali" [311] - assumono quasi esclusivo rilievo quelle **finanziarie** (v. prospetto n. 35) costituite dalle partecipazioni e, in minore importo, dai crediti:

prospetto n. 35 (in milioni di euro)

IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE ENEL SpA	2004	var.%	2003	var.%	2002
Partecipazioni in:					
- Imprese controllate	16.050	*-9,49*	17.732	*-2,57*	18.200
- Imprese collegate	2		2		0
- Altre imprese	17	*-50,00*	34	*-8,11*	37
Totale partecipazioni	***16.069***	*-9,56*	***17.768***	*-2,57*	***18.237***
Crediti:					
- verso imprese controllate	2.353	*-42,89*	4.120	*-15,01*	4.848
- verso altri	1.581	*4,70*	1.510	*10.533,80*	14
Totale crediti	***3.934***	***-30,12***	***5.630***	***15,80***	***4.862***
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	**20.003**	*-14,51*	**23.398**	*1,29*	**23.099**

A) Col processo di riorganizzazione e razionalizzazione del *Gruppo* si registra la riduzione delle ***partecipazioni*** nelle società controllate (euro milioni 1.699) valutate in base al costo di acquisto o di sottoscrizione, rettificato per le 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"*.

I principali movimenti di dette partecipazioni hanno riguardato:

- cessioni per circa euro milioni 1.846 determinate, in gran parte, dalla vendita del *50%* del capitale di T.E.R.NA. e da riallocazioni nell'ambito del *Gruppo* (settori gas, generazione, telecomunicazioni);
- rimborsi di capitale sociale (*Enel Facility Management* e *T.E.R.NA.*)[312];
- costituzione di una nuova società in Romania[313];
- rettifiche di valore di euro 2.388 milioni, in parte, riferite alle società riconducibili al settore TLC (*WIND* ed *Enel Investment Holding BV*);
- disinquinamento fiscale (euro 2.643 milioni) per l'eliminazione delle interferenze relative alle svalutazioni nel settore telecomunicazioni eseguite, sino al 31 dicembre 2003, per ottenere i benefici fiscali;
- apporti in conto capitale e a copertura perdite (euro milioni 842) concernenti: *Ape, Enel New Hydro, Enel Investment Holding*.

---

[310] La variazione in aumento (12 milioni di euro) riguarda i "diritti di brevetto e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno" costituiti dal valore residuo delle licenze d'uso software che *Enel S.p.A.* ha acquistato da *Enel.it* a seguito del processo di razionalizzazione del settore informatico del Gruppo.

[311] Diminuzione connessa agli ammortamenti nonché alle operazioni di conferimento e riallocazione in specifici settori delle società controllate.

[312] Riduzione, quest'ultima, finalizzata all'ottimizzazione della struttura finanziaria della Società.

[313] *Enel Servicii S.r.l.* della quale *Enel S.p.A.* detiene l'*80%* del modesto (40 mila euro) capitale sociale.

Continuano a ridursi le assai modeste partecipazioni in "altre imprese" con la svalutazione della partecipazione nella società statunitense "*Echelon Corporation Inc.*" [314] compartecipe del progetto del contatore elettronico. Al riguardo, vale rammentare che il Consiglio dell'11 novembre 2004 ha proceduto alla dismissione della partecipazione nella società statunitense (acquisita l'11.09.2000 nell'ambito del progetto contatore elettronico) pari a circa l'*8%* del capitale, registrata al 30 settembre 2004 al valore di euro 17,5 milioni (rispetto ai 151 milioni di euro originari, corrispondenti a 131 milioni di dollari) dando mandato all' Amministratore Delegato di procedere alla scelta delle soluzioni più agevolmente percorribili ed alla definizione del corrispettivo alle migliori condizioni conseguibili.

B) Tra i ***crediti*** figurano gli acconti per l'acquisizione di partecipazioni. La flessione complessiva di euro 1.696 milioni è determinata da crediti "verso le imprese controllate" (in particolare, per accollo dell'indebitamento finanziario)[315] nonché relativi al "fondo previdenza integrativa dei dirigenti in quiescenza" (292 milioni)[316]. Nei crediti "verso gli altri", in lieve aumento, è compreso il pegno di euro 1.500 milioni che fu costituito nel 2003 nell'ambito del rifinanziamento a favore di *Wind.*

2. Nell'**attivo circolante** raddoppiano i ***crediti*** (+5.470 milioni di euro) che rappresentano il *95,44%* rispetto al totale; nel loro ambito spiccano sempre i "crediti verso imprese controllate" [317] costituenti l'*82,48%*. Netto incremento subiscono i crediti sia "verso clienti" (da 6 a 158 milioni) – che si riferiscono a crediti verso l'Acquirente Unico per forniture di energie - sia verso la "Cassa conguaglio monetario" (da euro 2 milioni a 558 milioni) per il già menzionato rimborso dei costi non recuperabili connessi al gas nigeriano (555 milioni).

Flettono, invece, i crediti: "verso imprese collegate", per "imposte anticipate" [318], "tributari" [319] – tra cui i crediti IRES derivanti dall'applicazione del consolidato fiscale - e "verso altri" [320].

Di assai minore consistenza e quasi stazionarie sono le ***"attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni"*** [321] e le modestissime "***disponibilità liquide***": queste ultime sono costituite, quasi esclusivamente, da depositi bancari e si sono ridotte ad euro milioni 20 (da 133 milioni).

---

[314] Nel 2004 = 16 milioni di euro, allineando il valore alle quotazioni del titolo ed al cambio euro/dollaro.
[315] Quote di prestiti obbligazionari alle società del *Gruppo* con valenza interna. La diminuzione, rispetto al 2003, è connessa al rimborso del credito nei confronti di *NewReal*, a seguito della cessione della società, ed all'estinzione anticipata dell'accollo del finanziamento a *T.E.R.NA.* con il collocamento in Borsa del 50% del capitale.
[316] L'addebito alle società del *Gruppo* della quota d'accantonamento di loro competenza è riportato tra gli "altri ricavi e proventi" del conto economico.
[317] Specialmente per finanziamenti a breve sul c/c intersocietario (8.420 milioni) alle società del Gruppo (in evidenza *Enel Produzione* e *Enel Investment Holding BV*), per "altri rapporti di finanziamento a breve" (*Dalmazia Trieste*), nonché "crediti commerciali" e "crediti altri", con valori per entrambi calanti.
[318] Decremento legato alla deduzione delle quote delle svalutazioni di partecipazioni operate negli esercizi passati.
[319] Crediti Iva del *Gruppo*, interessi su imposte, ecc.
[320] E' stato incassato il credito, per danni all'immagine, verso *Siemens A.G.*.
[321] Obbligazioni *Enel S.p.A.* della "serie speciale riservata al personale" riacquistate dalla Società nell'ambito della movimentazione prevista dal regolamento del prestito.

3. Pressoché stabili i **ratei e risconti (attivi)**: i primi riguardano il riaddebito, a società del *Gruppo*, degli interessi sui finanziamenti ad esse accollate; i risconti attengono a spese e disagi su prestiti nonché ad interessi passivi già liquidati.

B) PASSIVO

1. Il **patrimonio netto** aumenta di euro 3.304 milioni per effetto del risultato economico[322], della distribuzione dei "dividendi" nonché, come precedentemente accennato, dell'esercizio delle opzioni assegnate con i piani di *stock options* (*v.* par. 11.3-B.1). Nei due periodi 24 maggio/11 giugno e 12 novembre 2004 sono state, infatti, esercitate 40.446.675 opzioni assegnate nel biennio 2002 e 2003: ciò ha contabilmente determinato l'incremento del patrimonio netto di circa 241 milioni di euro mediante l'aumento di circa 41 milioni di euro del *capitale sociale* e la costituzione della *riserva sovrapprezzo azioni* per 200 milioni di euro.

Il riparto dell' ***utile netto di esercizio 2004***, pari ad euro 7.271.958.961, deliberato dall'Assemblea degli azionisti, é stato destinato al pagamento del dividendo[323] con l'allocazione a riserve (*utili portati a nuovo*) dell'importo minimo di euro 3.043.653.594 riferito alle azioni potenzialmente in circolazione; detti utili, dopo il pagamento dei dividendi, diminuiscono ad euro 32 milioni.

Per l'***acconto*** sul dividendo dell' esercizio **2004** (pari ad euro 2.013.877.011,30) si fa rinvio al paragrafo 11.2.

Restano invariati, rispetto ai valori del 2003, gli importi della *riserva legale* e della *riserva "ex lege n. 292/1993"* [324].

2. Oltre al patrimonio netto, le passività comprendono: fondi per rischi e oneri, TFR, debiti (costituenti il *92,27%* del totale), ratei e risconti passivi.

In particolare, al 31 dicembre 2004, i ***debiti*** si riducono di euro milioni 1.961 (-*11,60%*) rispetto all'esercizio precedente. L'evoluzione delle singole componenti si presenta alquanto differente e le più significative variazioni riguardano:

- l' incremento dei "*prestiti obbligazionari*" (+*7,26%*) con scadenza tra il 2005 e il 2031;
- la riduzione dei "*debiti* (verso banche) *per finanziamenti a medio e lungo termine*" passati da euro milioni 2.567 a 1.886. Questo indebitamento riflette esposizioni sia in euro che in valuta e comprende obbligazioni e finanziamenti bancari, in essere alla fine

---

[322] L'utile di esercizio è costituito, in particolare, quanto ad euro 4.284,2 milioni da *plusvalenze* per operazioni infragruppo e da utili su cambi.

[323] La data di "stacco cedola" e pagamento del *saldo* è stata fissata al 23 giugno 2005 e l'importo complessivo erogato è risultato di euro 2.214.428.355,00 come da estratto conto elettronico al 5 luglio 2005, richiesto alla Banca Intesa (v. verbale del Collegio sindacale n. 178 del 7 luglio 2005). Vale rammentare che il 25 novembre 2004 la Società aveva distribuito un *acconto* su detto dividendo, pari a *0,33* euro per azione, per circa euro milioni 2.014.

[324] Giova anche menzionare le *riserve diverse* che riguardano i contributi legislativi in c.c., da enti pubblici ed organismi comunitari, per la realizzazione di nuove opere (art. 55 del d.P.R. n. 917/1986) al fine di usufruire del beneficio di sospensione della tassazione.

del 2004, garantiti dallo Stato Italiano; include le quote accollate con i conferimenti alle società controllate, cosicché l'indebitamento netto di *Enel S.p.A.* ammontava, al 31 dicembre rispettivamente 2003 e 2004, ad euro milioni 6.334 e 7.923. È, altresì, da notare che - a tali date - il tasso nominale medio di interesse era del *4,11%* e del *4,19%* mentre l'indebitamento era espresso a tassi variabili nella misura del *4,9%* (2003) e *4,4%* (2004) con copertura del relativo rischio per fluttuazioni del tasso di interesse attraverso strumenti finanziari derivati, in essere per un importo nominale complessivo di euro milioni 3.895 e 2.242 nella forma di *interest rate swap*;

- la continua flessione (da euro milioni 2.736 a 2.303= - *15,83%*) dei debiti *"verso banche per finanziamenti a breve termine"*[325]. Il ricorso all'indebitamento "a breve" è motivato dalla Società con la maggiore flessibilità nella gestione di esso e con l'opportunità di beneficiare del *trend* discendente dei tassi di interesse;
- la minore consistenza dei debiti *"verso imprese controllate"* – pari a 2,3 miliardi di euro - tra cui va evidenziata la riduzione del conto corrente intersocietario[326] (euro milioni 1.575 =*-44,53%*), remunerato ai tassi di mercato, attribuibile alla minore liquidità generata da *Enel Distribuzione* rispetto al 2003;
- il decremento dei debiti *"tributari"* riguardanti esclusivamente il saldo IRAP.

Il *fondo imposte differite* (circa euro 408 milioni) è stato costituito durante l'esercizio ed accoglie, quasi totalmente, le imposte relative al disinquinamento fiscale.

C) CONTI D'ORDINE

In essi, aumentati di euro milioni 3.384 (*+14,94%*), figurano gli importi relativi sia ad impegni per acquisti di energia elettrica dall'estero sia ad operazioni a copertura dei rischi di cambio e variazione dei tassi d'interesse per indebitamento delle società del *Gruppo* (14.779 milioni); da segnalare, inoltre, le fideiussioni (euro 11.259 milioni) rilasciate a terzi in occasione di cessione di attività aziendali dell'*Enel* o di imprese controllate.

---

[325] Dalla nota integrativa al bilancio di esercizio 2004 di *Enel S.p.A.* si apprende che, nel corso dell'anno, è scaduta una linea di credito *revolving*, stipulata nel dicembre 2003, di euro 1 miliardo mentre al 31 dicembre 2004 era ancora disponibile quella a 60 mesi per euro 2 miliardi.

[326] Da attribuire alla minore liquidità generata da *Enel Distribuzione* dopo l'acquisizione di partecipazioni in società operanti nel settore del gas.

12.4 – IL CONTO ECONOMICO (prospetto n. 36).

È redatto in forma scalare ed espone, quale risultato dell'attività produttiva, le differenze tra il valore ed i costi della produzione.

Premesso che fino al 31 marzo 2004 *Enel S.p.A.* era titolare di contratti pluriennali per l'acquisto dall'estero di energia elettrica (venduta ad *Enel Distribuzione* e, successivamente, ceduta all'Acquirente Unico), la crescita del valore della produzione (*+41,29%*) è quasi esclusivamente determinata dai modesti "*altri ricavi e proventi*" comprendenti il rimborso dei costi non recuperabili per il gas importato dalla Nigeria (periodo 2000/3); quella, più contenuta, dei costi è principalmente dovuta alla variazione degli "oneri per servizi" ed agli "accantonamenti vari".

prospetto n. 36 (in milioni di euro)

CONTO ECONOMICO ENEL S.p.A.	2004	2003	2002
A) Valore della produzione			
- Ricavi delle vendite delle prestazioni	1.021	1.095	1.361
- Altri ricavi e proventi	594	47	610
Totale A	***1.615***	***1.143***	***1.971***
B) Costi della produzione			
- Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	579	610	1.488
- Per servizi	166	126	177
- Per godimento di beni di terzi	13	12	12
- Per il personale	86	65	60
- Ammortamenti e svalutazioni	5	4	3
- Variazione delle rimanenze di materie sussidiarie consumo e merci	-	-	-
- Accantonamenti vari	71	30	22
- Oneri diversi di gestione	43	68	47
Totale B	***963***	***916***	***1.809***
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	**652**	**227**	**162**
C) Proventi ed oneri finanziari			
- Proventi finanziari	2.323	2.615	6.441
- Interessi e altri oneri finanziari	-702	-1.110	-1.125
Totale C	***1.621***	***1.506***	***5.316***
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	**-2.946**	**-1.290**	-5.193
Totale D	***-2.946***	***-1.290***	***-5.193***
E) Proventi e oneri straordinari			
- Proventi	8.198	482	2.930
- Oneri	-503	-50	-48
Totale E	***7.695***	***433***	***2.882***
Risultato prima delle imposte (A - B + C - D + E)	**7.022**	**875**	**3.167**
Imposte sul reddito dell'esercizio	-250	268	762
UTILE DELL' ESERCIZIO	**7.272**	**607**	**2.405**

1. I **ricavi** per "vendita di energia" registrano una flessione per i minori volumi di energia importata e ceduta nonché per il più basso prezzo medio unitario di vendita. Le due altre voci principali, entrambe in rialzo, comprendono i "ricavi delle vendite e prestazioni" - relativi, soprattutto, a prestazioni intersocietarie [327] e, in misura residuale, verso i terzi [328] - nonché i menzionati "altri ricavi e proventi".

---

[327] Prestazioni di assistenza e consulenza alle società controllate e riaddebito oneri diversi.

[328] Permuta energia, proventi per la rifatturazione all'*advisor* del Ministero dell'Economia e delle Finanze di parte degli oneri sostenuti per il terzo collocamento di azioni *Enel*.

2. Aumentano i **costi della produzione** (*+5,13%*) tra i quali spiccano quelli per acquisto di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci [329] (il *60,12%* del totale) - in calo del *5,08%* per la riduzione dei volumi importati [330] attribuibile all'interruzione delle forniture da *Enel Trade*, dopo la delibera dell'Autorità per l'Energia e il Gas, non più in vigore dal 1 gennaio 2004 - ed i costi per servizi che crescono del *31,75%* e riguardano prevalentemente prestazioni da terzi (euro milioni 135 = - *178,35%)*[331] e da società del Gruppo - *WIND, Enel Facility Management, Enel.It* (31 milioni di euro = *-6,06%*); lievitano, inoltre, di 21 milioni (*+32,31%*) i costi del personale per effetto dell'accantonamento degli oneri legati all'esercizio delle opzioni, da parte dei destinatari dei piani di *stock option,* per il periodo 2001/2004[332] sia degli aumenti connessi al rinnovo del contratto di categoria, alla crescita delle componenti variabili ed alla consistenza media.

Gli oneri diversi di gestione tornano a flettere (*-36,76%*) non essendo presenti quelli (20 milioni di euro), sostenuti nel 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 (delibera n. 226/02 dell'Autorità per l'Energia Elettrica e per il Gas); nella voce sono, inoltre, compresi 24 milioni di euro per "certificati verdi", contributi associativi, emolumenti al Consiglio di amministrazione ed al Collegio Sindacale, ecc..

In conseguenza delle suddette variazioni si incrementa di euro 425 milioni (*+187,22%*) la **differenza tra valore e costi della produzione** sostenuta, sopra tutto, dai ricavi e dai proventi correlati alle operazioni del gas nigeriano.

3. I **proventi ed oneri finanziari** crescono (*+7,64%*) sia per l'aumento dei proventi sia per la riduzione degli oneri.

A) I "proventi da partecipazioni" passano da euro milioni 1.731 a 1.838: di questi, 45 milioni riguardano l'acconto di competenza di *Enel S.p.A.* sul dividendo dell'esercizio 2004 di *T.E.R.NA.* (dell'importo complessivo di 90 milioni) ed 80 milioni la somma del dividendo 2003. Gli altri principali dividendi riguardano *Enel Distribuzione* (679 milioni), *Enel Produzione* (620 milioni), *Enel Facility Management* (169 milioni), ecc..

Gli "altri proventi finanziari" diminuiscono di 54 milioni (*-10,93%*): il fenomeno è originato dai minori proventi per "crediti iscritti nelle immobilizzazioni" (in particolare per i

---

[329] Riflettono i prezzi relativi ai contratti pluriennali con fornitori esteri (quali EDF e ATEL) ed includono il costo dell'energia permutata.

[330] Le quantità importate sono state kWh 15.442 (nel 2003) e 14.434 (nel 2004) con una tendenza al rialzo del prezzo unitario di acquisto, passato da circa *3,94* cent. di euro nel 2003 a *4,00* nel 2004.

[331] Secondo quanto si apprende dalla nota integrativa al bilancio 2004, per effetto della quota di oneri sostenuti in occasione dell'O.P.V. di *T.E.R.NA.* (poi ad essa riaddebitate) e per le spese connesse al collocamento in borsa della terza tranche di azioni *Enel* (riaddebitate all'*advisor* del Ministero dell'Economia e delle Finanze).

[332] L'impegno di *Enel S.p.A.* consisteva nella corresponsione di un'integrazione retributiva "una tantum" parametrata ai dividendi da dismissione già distribuiti.

rimborsi avvenuti nell'esercizio), dall'estinzione anticipata del finanziamento con *T.E.R.NA.* nonché dalla cessione di *NewReal* con il conseguente rimborso delle quote ad essa attribuite.

B) Gli "oneri finanziari" risentono della riduzione dei tassi d'interesse sui finanziamenti bancari e degli altri oneri sull'indebitamento verso le banche, solo in parte compensati dalla crescita degli oneri sia sui prestiti obbligazionari (per due nuove emissioni effettuate nell'esercizio) sia per la copertura dei rischi di cambio.

4. Le **rettifiche di valore di attività finanziarie** concernono "svalutazioni di partecipazioni" e presentano rilevante peggioramento del valore negativo (*+128,37%*): attengono al previsto ripianamento dei deficit patrimoniali delle controllate *Enel Investment Holding* (euro 2.157 milioni), *Wind* (euro 732 milioni) ed altre società (euro 56,6 milioni).

5. I movimenti delle **partite straordinarie** presentano nettissimo miglioramento del saldo positivo: ben euro 7.262 milioni.

I ***proventi*** hanno beneficiato delle plusvalenze realizzate dalla cessione sia ad *Enel Produzione* dell'intera partecipazione in *Enel Green Power* (euro 3.386 milioni) sia del *50%* di *TERNA* (1.248 milioni) - alle quali si aggiungono gli effetti del citato disinquinamento fiscale (2.643 milioni) - nonché altre minori plusvalenze [333] e sopravvenienze attive.

Gli ***oneri***, anch'essi in evidente crescita (*+906,00%*), includono: sopravvenienze e minusvalenze di varia natura (euro 22 milioni), oneri per esodo incentivante del personale (euro 11 milioni), oneri per la definizione della transazione tra *Enel* ed *Endesa* in relazione agli obblighi reciproci nella cessione di *Elettrogen* (euro 20 milioni), oneri per il collocamento di *T.E.R.NA.* (euro 45 milioni) e, sopra tutto, gli effetti d'imposta riconosciuti sul disinquinamento fiscale (euro 405 milioni).

6. Infine, le **imposte sul reddito** dell'esercizio registrano un provento di euro 250 milioni principalmente per la riduzione (per esubero) del *fondo imposte differite* passive; si segnala, inoltre, l'imponibile fiscale negativo per effetto dell'IRES. In proposito giova considerare che, nel 2004, l' introduzione dell'IRES ha innovato nella determinazione del reddito imponibile (irrilevanza delle plusvalenze, minusvalenze, svalutazioni su partecipazioni immobilizzate, dividendi e abrogazioni del relativo credito d'imposta) che, conseguentemente, è risultato negativo. Inoltre, a seguito del nuovo regime IRES, l'*Enel* ha attivato l'istituto del consolidato fiscale nazionale che consente la deduzione degli imponibili negativi in seno ad esso: pertanto, le imposte anticipate sulla perdita fiscale dell'esercizio si qualificano quali imposte *correnti negative* poiché il relativo importo viene subito liquidato nell'ambito della determinazione dell'imposta unica di *Gruppo*.

---

[333] In particolare per il conferimento a *Wind* della completa partecipazione in *Enel.Net* e delle partecipazioni nel settore Gas a *Enel Distribuzione*.

13. – CONCLUSIONI

1. E' preliminarmente da rilevare che, nell'esercizio in esame (ma il discorso vale fino a data corrente), è proseguito il rafforzamento ed il perfezionamento, in Italia ed all'estero, del programma dell'*Enel S.p.A.* di concentrare le attività del *Gruppo* su quelle più affini al *core business* (l'elettricità e il gas) senza, peraltro, rinunciare ad eventuali opportunità di crescita coerenti con le linee strategiche intraprese purché in grado di migliorare i risultati. Ridotta ancor più la proliferazione e la varietà degli interventi nonché la consistenza delle società partecipate, le risorse finanziarie e professionali sono state, infatti, indirizzate verso più utili e proficui impieghi: oggi, pertanto, la Società è *leader* del settore elettrico in Italia; cresce più della concorrenza nel settore del gas, sia per clientela che per volume di produzione; è presente nell'ambito internazionale con acquisti che possono risultare di interesse per il futuro, prevede di garantire dividendi stabili e sicuri per gli azionisti.

I collocamenti delle azioni *Enel* effettuati presso il mercato "*retail*" e gli investitori istituzionali, gli episodi significativi sia della vendita di *T.E.R.NA.* che di *WIND* sia dell'acquisto del 66% del capitale di "*Slovenske Elektrarne*", il recentissimo accordo con *E.D.F.* che dà ingresso al mercato francese, l'inizio dal 1° gennaio 2005 *della* "domanda attiva" sembrano prospettare per la Società un percorso di ulteriore consolidamento anche a livello internazionale: un valore, quindi, in termini di credibilità e di affidabilità che appare obiettivo ed importante, da preservare nel tempo così come la crescita della dimensione dell'*Enel S.p.A.* mediante il miglioramento del *mix* di generazione di elettricità, l'aumento delle energie rinnovabili, il taglio dei costi e lo sviluppo del *business* del gas.

2. Ciò premesso, val notare che l' *ENEL S.P.A.* è stata interessata da **vicende** di particolare rilievo, sul piano nazionale ed internazionale, quali:

- la cessione di quote possedute in *T.E.R.NA.* alla CASSA DEPOSITI E PRESTITI S.P.A. per effetto del d.P.C.M. in data 11 maggio 2004, di attuazione della legge 27 ottobre 2003 n. 290 (poi modificata dalla legge c.d. "*Marzano*" n. 239/2004), circa l'unificazione della proprietà e della gestione della rete elettrica nazionale di trasmissione; con l'obbligo di ridurre, entro il 1° luglio 2007, la propria partecipazione nel capitale di *T.E.R.NA* ad una quota non eccedente il limite del *20%*;

- il collocamento in Borsa di consistenti quote di azioni ENEL (3^ e 4^ *tranche*, rispettivamente, nell'ottobre 2004 ed a fine giugno 2005) che ha avuto assai favorevole accoglienza ed ampia adesione da parte dei vecchi e nuovi investitori, sia istituzionali che privati, anche all'estero (Europa, Stati Uniti e Giappone) con un rilevante incasso netto (euro miliardi 7,5+4,1) per il Ministero dell'Economia e delle Finanze e l'apporto di circa 278.000 nuovi piccoli azionisti il cui totale è tornato a salire dopo la flessione dal 1999 al 2004.

Dopo l'operazione della IV *tranche* la quota del M.E.F. sul capitale sociale dell' *Enel* è diminuita al *21,934%* (=1.344.635.842 azioni) cui va aggiunto il *10,236%* (=627.528.282 azioni) della Cassa Depositi e Prestiti;

- l'accordo sottoscritto il 26 maggio 2005 con *Weather Investments II S.a.r.l.*, per la cessione di WIND ad apposita "NewCo" (*Weather Investments s.r.l.),* dapprima, della quota di maggioranza del *62,75%* (avvenuta in data 11 agosto) e, poi, del restante *37,25%*;

- l' accordo di collaborazione energetica *ENEL – EDF* (Electricité de France) sottoscritto l' 11 giugno 2005, che consente all' *ENEL* l'auspicata apertura del mercato francese dell'energia ed il rientro nel nucleare (partecipazione al progetto EPR nella centrale di Flamanville, in Normandia) - con una presenza di lungo periodo, mediante una integrata e bilanciata posizione industriale finalizzata a favorire la cooperazione nei settori istituzionale, industriale e commerciale nonché a rafforzare e sviluppare la ricerca di convergenze in materia;

- il progetto "*Overhead*" - di riorganizzazione e razionalizzazione delle società operanti nell'Area Servizi - concernente l'accentramento del governo delle attività di supporto in unico veicolo societario in grado di fornire servizi contabili ed amministrativi a tutto il *Gruppo*. In ragione di ciò, è operativa dal 1° gennaio 2005 "*Enel Ape S.r.l.*"nella quale confluiranno entro l'anno, mediante fusione per incorporazione, le altre strutture - articolate in forma di società ovvero come rami di azienda, all'interno delle divisioni e società operative (servizi amministrativi, servizi generali, servizi acquisti) – facenti capo ad *Enel Facility Management* e ad *Enel.it*.

A ciò occorre aggiungere: le acquisizioni di alcune partecipazioni nel settore del gas, concentrando l'attività in due sole società capogruppo e razionalizzando le acquisizioni fatte; le ulteriori dismissioni del patrimonio immobiliare; la progressiva cessione delle attività idriche; la finalizzazione delle società di servizi al soddisfacimento esclusivo delle necessità di *ENEL*, la cessione del ramo di distribuzione elettrica nella Provincia di Trento, ecc. Da evidenziare, inoltre, la adozione dal 2005 dei principi contabili IFRS (*International Financial Reporting Standards*), con data di transizione agli IFRS al 1° gennaio 2004.

3. Per quanto concerne gli **organi statutari** è da far presente che il Consiglio di Amministrazione é stato, in gran parte, rinnovato per il triennio 2005/2007 dall' Assemblea svoltasi il 26 maggio 2005 secondo il meccanismo del "voto di lista": previa modifica dell'art. 14.3 lett. *a)* dello Statuto, i componenti detto organo sono ora nove (in luogo dei sette precedenti) di cui tre (e non più due) in rappresentanza dei "fondi".

Le numerose adunanze del Consiglio (21 sedute) - al cui interno funzionano il *Comitato per le remunerazioni* ed il *Comitato per il controllo interno* - si sono svolte con cadenza assai ravvicinata e dai relativi verbali può desumersi ampia convergenza di vedute, sulle iniziative da intraprendere, nonché costruttiva dialettica propedeutica all'adozione dei relativi provvedimenti. Il Consiglio ha assecondato l'intento dei vertici della Società - finalizzato a massimizzare i profitti, ridurre i costi e mantenere inalterata la politica dei dividendi in favore

degli azionisti (i piccoli risparmiatori sono circa 2,2 milioni e possiedono quasi il *33,7%* del capitale) - come è intuibile dalla assai favorevole accoglienza del mercato in occasione del collocamento della terza e quarta *tranche* di azioni.

Il *nuovo* Consiglio si è riunito per la prima volta il 30 maggio 2005 e ha proceduto a nominare Amministratore Delegato uno dei suoi componenti (peraltro, dirigente *Enel*) conferendogli la carica di Direttore Generale in relazione alle funzioni di gestione ordinaria da svolgere in azienda; è stata, contestualmente, definita l'attribuzione dei suoi poteri in ambito aziendale; al medesimo sono stati riconosciuti tutti i poteri per l'Amministrazione della Società.

Il Collegio sindacale - che scadrà nel maggio 2007 - è stato integrato con la nomina del (nuovo) Presidente essendosi quello in carica, contestualmente, dimesso per sopravvenuti motivi professionali. Il Collegio sindacale è stato da poco (luglio 2005) individuato - nei limiti di quanto consentito dalla legislazione italiana ed "ai soli fini ed ai sensi della normativa statunitense applicabile" - quale organismo in possesso della qualifica di *financial expert* preposto a svolgere in *ENEL* le funzioni di *audit committee* in base alla normativa U.S.A. del *Sarbanes Oxley Act*.

Le 19 riunioni si sono svolte sostanzialmente con la stessa frequenza del passato.

4. Nel 2004, l'**attività** dell'*ENEL S.P.A.* (v. par. 8.1) è proseguita efficacemente e con tempestività non solo in adempimento dei diversi provvedimenti legislativi approvati nel periodo ma anche con la finalità - sorretta dai piani industriali – di agire in condizioni di maggiore competitività sul mercato nazionale ed internazionale: in questa ottica vanno considerate le iniziative e le conseguite realizzazioni innanzi citate.

Da settembre 2004, a causa delle difficoltà connesse alla fornitura di *orimulsion*, il Consiglio di Amministrazione dell'*ENEL S.P.A.* ha optato per la **riconversione** a carbone pulito, entro il 2010, **degli impianti** di energia elettrica di Civitavecchia/Torre Valdaliga Nord (già avviata da giugno 2005) e di Porto Tolle/Rovigo - il cui costo complessivo si aggira su 3,8 miliardi di euro – e ha deciso investimenti per circa un miliardo di euro in nuovi impianti da realizzare sia ad idrogeno (a Fusina, nel Veneto) sia eolici sia solari termodinamici (a Priolo) nonché geotermici anche per rendere compatibili i livelli di emissione col protocollo di Kyoto finalizzato a proteggere il delicato equilibrio del pianeta dal sempre più rapido riscaldamento globale: al riguardo, infatti, il solo comparto elettrico è responsabile per il *25%* (anno 2000) delle emissioni di CO_2 in Italia e, fra le varie soluzioni prospettate per contenerle, l'i*drogeno* (di cui l' *ENEL S.P.A.* ha in corso sperimentazioni) è citato come prospettiva incoraggiante, seppur ancora incerta.

Col piano di riconversione delle centrali si prevede anche di accrescere la capacità competitiva del Paese sì da produrre energia in modo più efficiente e più economico atteso che, oggi, il *70%* circa di essa si ottiene dal petrolio (in Germania, appena il *10%*). Detta scelta strategica é da ritenere valida, malgrado l'attuale debolezza della domanda, in quanto

determinante per la ripresa delle attività industriali: essa, peraltro, dovrebbe favorire la presumibile riduzione dei costi del *20%* atteso che, a causa dell'utilizzo di combustibili costosi (petrolio e gas), in Italia il costo dell'energia elettrica è tra i più cari d'Europa - circa il *50%* in più per l'elettricità e il *20%* in più per il gas – e riguarda, sopra tutto, i clienti industriali.
Per le centrali eoliche, in particolare, riveste importanza il protocollo d'intesa siglato a fine giugno 2005 tra il WWF e l'ANEV (Associazione industriali del vento) che impone regole molto severe sull'individuazione del luogo in cui costruire ciascun impianto e sulla lista delle aree *off limits*, in modo da ridurre l'impatto ambientale.

Quanto alla generazione e distribuzione di elettricità **all'estero** - dove l' *ENEL* possiede una capacità produttiva di circa 11 mila MGW – é da apprezzare la politica di persistente e/o maggiore presenza specie nei Paesi sia europei già avanti nel settore (es. Spagna e Francia) oppure con prospettive di sviluppo e di inserimento nell'area europea centro-orientale (dove sono da menzionare, a parte quelli in Russia, gli investimenti in Romania, Slovenia e Bulgaria) nonché la attenta considerazione per le opportunità offerte dai processi di liberalizzazione e privatizzazione nei Paesi dell'Europa centro-orientale : in proposito, il contratto del febbraio 2005 in Slovacchia, per l'acquisto del *66%* del capitale di "*Slovenske Elektrarne*, rappresenta non solo il più grande investimento della Società in quell'area territoriale ma, altresì, il sicuro apporto di buona capacità produttiva.

Nel **settore *TLC***, lo sforzo di proteggere gli interessi degli azionisti a fronte degli investimenti già effettuati - e, quindi, di supportare la politica di espansione di *Wind* – può ritenersi, ormai, avviato a conclusione per effetto dell' acquisto da parte di un Gruppo societario estero (*v.* paragrafo 2.2): l'accordo apre, infatti, nuove prospettive per il futuro gestionale di *ENEL S.P.A.* e conferma quanto già anticipato nel precedente referto al Parlamento ossia che "*WIND potrebbe rappresentare un investimento di tipo finanziario, suscettibile di eventuale alienazione (...) avendo di mira i rapporti costi/benefici nell'ottica dei parametri di economicità, efficacia ed efficienza*". La cessione di *Wind* consente maggiori disponibilità finanziarie per l' *Enel S.p.A.* per sostenere il proprio programma di crescita destinato a rafforzarne il ruolo di protagonista nel mercato europeo dell' energia pur se il deconsolidamento fa venir meno un contributo al MOL di *Gruppo* per circa euro mld 1,5; l'obiettivo è, comunque, di sostituire la redditività apportata dalla Divisione *TLC* con margini del settore energetico allargando l'orizzonte geografico.

Nel ritenere estranee al proprio "*core business*" le attività nel **settore idrico** - per di più fortemente condizionate dalle realtà politiche locali, con ritorni limitati e con rilevanti problemi di gestione – l' *ENEL* ha proceduto ad ulteriori dismissioni degli *assets* nell'ottica del graduale disimpegno da esso, ferma restando la presenza nelle concessioni di adduzione in Sicilia e in Calabria, al fine di non subire conseguenze negative.

Anche per il patrimonio **immobiliare**, il 14 luglio 2004 è avvenuta la cessione della partecipazione in *Newreal*: l'offerta ha riguardato la porzione più consistente (887) degli immobili di *ENEL* locati prevalentemente a società del *Gruppo*.

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.

In tema di **società finanziarie estere**, il Consiglio ha approvato il 29 settembre 2005 il progetto del loro riordino che prevede: *a)* l'eliminazione di veicoli societari, ormai privi di scopo o di utilità specifica, mediante la fusione e la liquidazione di alcune società; *b)* l'acquisizione, da parte di *ENEL S.P.A.*, di alcun partecipazioni possedute da *Enel Produzione* e da *Enel Distribuzione* in *Enel Finance International*; *c)* l'accollo oneroso, sempre da parte di *ENEL S.P.A.*, di tutti i prestiti obbligazionari emessi da *Enel Investment Holding* ed ancora in circolazione (circa euro 989 milioni).

Oltre all' interesse che i *mass media* mostrano verso il *Gruppo* - considerata la grande affidabilità certificata da società internazionali che ne stabiliscono il *rating* - positiva conferma di detta complessiva attività è costituita non solo dal notevole successo dei collocamenti delle azioni *Enel* sul mercato (3^ e 4^ *tranche*) nonché delle emissioni obbligazionarie ma, altresì, dai premi per la qualità del servizio e da quello "European Equità Issue 2004" (assegnato dalla rivista "International F Review") e dal "Leone d'oro" per la migliore comunicazione di offerta pubblica di vendita internazionale.

Non mancano, tuttavia, talune criticità (es. posizione dominante, indagini, istruttorie, messe in mora, ecc.) che, ad avviso della Corte, devono indurre l'*ENEL* a maggiore attenzione nonché 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. Dal 1 luglio 2004 non esiste più la soglia del 100.000 KWh di consumo annuo per accedere al mercato libero e tutte le aziende italiane possono scegliere il proprio fornitore di energia. Si è completato, così, il mercato di liberalizzazione iniziato nel 1990 (privatizzazione del mercato elettrico), ampliatosi nel 1995 con l'azione di incentivazione della produzione privata di energia elettrica (mediante i "CIP 6") e nel 1999 ("certificati verdi" introdotti dalla legge Bersani), proseguito nel 2002 (decreto c.d. "sblocca centrali") e nel 2003

(privatizzazione mediante la cessione di tre "Generation Company)", conclusosi nel 2004 con la "Borsa elettrica".

La liberalizzazione del mercato ha contrapposto più operatori all' *Enel S.p.A.* per la produzione e distribuzione dell' energia elettrica: il sistema non è, però, ancora caratterizzato da più ampia ed effettiva concorrenza tale da consentire il ribasso dei prezzi tanto che il Presidente dell' AEEG, nella sua relazione annuale 2004, aveva rilevato il maggior costo dell'energia - rispetto alla media UE (fino al *50%* in più per le famiglie e dal *33%* al *46%* per le imprese, in base all'ampiezza del consumo) - dovuto sia all'insufficiente competizione nel mercato sia alla elevata dipendenza dal "caro greggio" (il *mix* dei combustibili per le centrali italiane incide molto sul prezzo) sia al pesante carico fiscale del prezzo del gas.

Nonostante le dismissioni di alcune "Gen.Co." ed il venir meno di una posizione monopolista, l'*Enel* rappresenta ancora l'operatore prevalente sul mercato, rispetto agli altri, come ANTITRUST e AUTHORITY hanno evidenziato il 10 febbraio 2005 al termine di una indagine congiunta: la posizione dominante è connessa non solo allo stock di potenza efficiente netta (con una quota effettiva nella generazione elettrica superiore al *55%*), con vantaggi competitivi (derivanti dalla struttura del parco impianti sbilanciata verso una tipologia di centrali che le assicura un vantaggio rilevante per la definizione dei prezzi, sopra tutto nelle ore di maggiore domanda elettrica), ma, altresì, alla capacità di orientare i prezzi anche nella "borsa elettrica" specie nei momenti di maggiore domanda. Ciò renderebbe il mercato elettrico poco competitivo, a causa di un incompleto processo di apertura e con caratteristiche di criticità. Suggeriscono, pertanto, interventi volti ad agevolare l'ingresso e la crescita di nuovi soggetti (per assicurare effettiva opportunità concorrenziale) nonché correzioni ed integrazioni nei meccanismi della borsa elettrica ("sviluppare adeguati strumenti di copertura del rischio di prezzo") e ritengono urgente "sia incentivare la costruzione di nuove centrali della concorrenza, potenziando le linee nazionali di trasmissione e quelle di scambio con l'estero, sia perfezionare i meccanismi di borsa elettrica, ad evitare che il prezzo marginale sia determinato da *Enel*". Recentemente il Presidente dell'AEG ha prospettato – piuttosto che ulteriori vendite di "Gen.Co." – temporanee cessioni di capacità produttiva con la formula" *virtual power plant*" (VPP) come già realizzato, peraltro, dall'*ENEL* anche se ritenuto non sufficiente.

Quest'ultima, invece, ha precisato che la concorrenza esiste avendo ridotto la propria quota di mercato dal *68,3%* (2000) al *41,6%* (2004) e prodotto nel 2004 meno del *40%* del consumo elettrico nazionale (essendo stato, il restante prodotto, soddisfatto dall'import nonché da altri operatori di mercato, tra cui grandi aziende europee); circa la borsa elettrica, l'*ENEL S.P.A.* sostiene, peraltro, che i prezzi sono stati mediamente inferiori del *9%* rispetto a quelli che si sarebbero registrati e potrebbero scendere solo se cambierà il mix di combustibili impiegati per produrre energia.

Anche in occasione del presente referto è, dunque, da segnalare la non raggiunta ottimale concorrenza nell'ambito del mercato nazionale di elettricità e gas sicché permangono

gli obiettivi di riduzione del costo dell'energia ("*uno dei fattori chiave che condiziona il nostro sviluppo economico e sociale*") compreso il più intenso utilizzo di fonti energetiche i cui prezzi siano collegati in misura modesta o nulla con i prezzi del petrolio, in consonanza con l'obiettivo della UE (direttiva 2001/77) che tende alla copertura del *22%* del fabbisogno con fonti rinnovabili: a livello mondiale, queste fonti rappresentano - con esclusione dei grandi impianti idroelettrici - una frazione molto limitata (circa l'*1%*) dell'intera produzione elettrica e il ricorso ad esse, in Italia, trova sostegno per effetto di apposite misure di incentivazione (provvedimenti "CIP 6" e "certificati verdi") senza le quali gli investimenti nel settore risulterebbero in perdita.

Al riguardo si richiama, comunque, quanto evidenziato da parte della Commissione Europea sulla concorrenza nei mercati dell'elettricità e del gas circa il mancato recepimento delle direttive CE (n. 2003/54 e n. 2003/55) sul mercato interno dell'elettricità e del gas rivolte a stabilire, ai fini di concorrenza, l'accesso al mercato libero

6. Dalle **risultanze generali** del ***Gruppo*** si desume, rispetto al 2003, il miglioramento di quasi tutti i dati economici: trattasi del naturale effetto conseguente alla riorganizzazione di esso (compresa quella sempre in atto del personale), all'ammodernamento di alcune centrali (trasformazione di circa 5.000 MGw di produzione da olio combustibile a ciclo combinato, con elevazione del relativo rendimento), alla maggiore focalizzazione sul *core business* ed all'impostazione di piani e strategie perseguiti dal "management" per l'immediato e per il futuro che confermano il pregresso quadro economico/patrimoniale e depongono per l'ulteriore evoluzione di esso nonostante il taglio delle tariffe di distribuzione e la debolezza della domanda legata alla analoga fase congiunturale dei mercati. In particolare, l' *utile di esercizio* aumenta ad euro 2,7 miliardi (*+7,85%*), il MOL (*Ebitda*) cresce dell'*11,88%* - escludendo, però, le partite straordinarie e/o non ricorrenti e la restituzione della penale idro, l'*Ebitda* ammonterebbe a 9,9 md. di euro (*+5%)* -, il *fatturato* lievita ad euro 36,4 miliardi *(+16,51%*) ed il *risultato operativo* si incrementa del *33,66%* mentre l'*indebitamento complessivo* resta quasi immutato. Crescono i *costi* operativi (*+18,64%*) e l' *indebitamento a breve* ma diminuisce dell'*1,58%* (da euro 21.315 milioni a 20.978) il *patrimonio netto* complessivo del *Gruppo* e terzi.

Alcuni dati, comunque, sono influenzati dall'avvio (1° aprile 2004) della Borsa elettrica e dall'operatività dell'Acquirente Unico che, ponendosi quale entità terza nei rapporti commerciali tra le società di generazione e di distribuzione del *Gruppo*, ha determinato l' incremento delle vendite e degli acquisti di energia da parte di *Enel*.

Al 31 dicembre 2004 il *capitale sociale*, salito ad euro 6.103.521.864, era costituito da azioni con valore unitario pari ad un (1) euro: oltre al Ministero dell'Economia e delle Finanze ed alla "Cassa Depositi e Prestiti S.p.A." non vi erano azionisti con quote di partecipazione superiore al *2%* di esso; la *riserva legale* rappresentava il *24%* del capitale sociale della *CapoGruppo*.

I recenti risultati del primo semestre 2005 ricalcano, sostanzialmente, il positivo quadro economico/patrimoniale pur se appannato dalla lieve diminuzione dei valori dell' *ebitda* (nel precedente esercizio influenzata dalla plusvalenza di *T.E.R.NA*), dell'*ebt* e dalla leggera perdita di quota di mercato nonché caratterizzato dal persistente rincaro dei prodotti petroliferi; secondo le valutazioni della Società, gli indicatori di redditività aziendale lascerebbero prevedere analogo andamento anche nella seconda metà dell'anno.

In ragione dei buoni risultati conseguiti, l'Assemblea degli azionisti tenutasi il 26 maggio 2005 ha approvato il ***dividendo*** ordinario dell' esercizio 2004 nell' importo complessivo lordo di euro *0,69* per azione (*0,36* + *0,33* quale *acconto aggiuntivo* anche in relazione alla plusvalenza realizzata per il collocamento azionario di *T.E.R.NA.* e per effetto della ristrutturazione finanziaria del capitale della stessa); per il 2005 è stato deliberato l'acconto di euro *0,19* al lordo, tenuto conto - in base ai princìpi contabili internazionali IFRS/IAS - delle riserve disponibili risultanti dalla situazione patrimoniale ed economica al 30 giugno 2005 nonché dell'utile netto conseguito dal 1° gennaio 2005 fino alla stessa data.

La **politica dei dividendi**, anche semestrali - "porto sicuro" per i risparmiatori interessati verso il titolo, il cui rendimento è superiore al *Mibtel* - è stata sostanzialmente condivisa dal *nuovo* Consiglio che ha accolto la proposta del *nuovo* Amministratore Delegato di pagare annualmente, per il triennio 2005/2007, *almeno 0,42* euro per azione in due *tranches* semestrali (acconto a novembre e saldo a giugno, come nell'ultimo esercizio) attingendo quasi esclusivamente all'utile netto ordinario; ha trovato conferma, pertanto, la previsione di alcuni analisti secondo cui, dal 2005 al 2007, l'*ENEL* avrebbe distribuito cedole ordinarie da euro 0,40-0,45.

7. I **risultati** dell' ***ENEL S.p.A.*** sono esponenziali del miglioramento di numerose componenti: ricavi, MOL, risultato operativo, utile d'esercizio, patrimonio netto, disponibilità liquide, crediti del circolante. È da evidenziare che, nel corso dell'esercizio, in applicazione delle vigenti nuove disposizioni di diritto tributario e societario, *Enel S.p.A.* ha provveduto all'eliminazione delle interferenze fiscali (c.d. "disinquinamento fiscale") con riflessi sia sull'utile di esercizio sia sul patrimonio netto: l' effetto positivo di detta operazione è di ben euro 2.241 milioni che figurano tra le componenti straordinarie di reddito.

Il *margine operativo lordo* si incrementa di euro 467 milioni (+179,62%) per i maggiori *ricavi* (+41,21%) dovuti all'impennata dei proventi diversi a fronte dei, pressoché invariati, *costi operativi*(+0,45%); aumentano i *costi della produzione* (*+5,13%*) - tra i quali spiccano quelli per acquisto di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci (il *60,12%* del totale) - ed i *costi per servizi* che crescono del *31,75%*. Lievita anche il *risultato operativo* (+186,78%) nonostante sia mitigato dagli ammortamenti e accantonamenti.

Assai cospicua è la crescita (euro milioni 6.665) dell' *utile dell'esercizio* dovuta, principalmente, ai proventi straordinari - relativi alla cessione di partecipazioni infragruppo - alla menzionata eliminazione delle interferenze fiscali ed al migliore risultato operativo. Il *patrimonio netto*, infine, aumenta nella misura percentuale del *27,54%* per effetto dell'utile di esercizio, della distribuzione dei "dividendi" nonché dell'esercizio delle opzioni assegnate con i piani di *stock options* (v. par. 11.3.- B.1): nei due periodi 24 maggio/11 giugno e 12 novembre 2004 sono state, infatti, esercitate 40.446.675 opzioni assegnate nel biennio 2002/2003 e ciò ha contabilmente determinato l'incremento del patrimonio netto di circa 241 milioni di euro (41 mediante l'aumento del *capitale sociale* e 200 quale *riserva sovrapprezzo azioni*).

Si riduce di ben euro 5.664 milioni *l'indebitamento finanziario netto complessivo* per l'inversione dell'indebitamento netto *a breve* derivante dai flussi positivi delle cessioni di partecipazioni nonché dall'emissione di prestiti obbligazionari, malgrado la crescita di euro 564 milioni riguardante quello a *medio-lungo* termine. Diminuisce, sia pure in misura limitata, il capitale netto investito.

8. In ragione di quanto detto, sembra coerente la politica di crescita dell'*ENEL S.p.A.*, connessa alla riduzione dell'indebitamento ed alla cospicua "leva finanziaria" di circa euro 15 miliardi, annunciata dall'A.D. in occasione della presentazione agli analisti delle risultanze del primo semestre 2005; politica che, senza intaccare l'attuale *rating* (A+), lascia intravedere il deciso rilancio all' estero (considerati i tetti *antitrust* imposti dalla liberalizzazione sul mercato domestico) non solo e sopra tutto nell' Est dell'Europa, dove sono in corso processi di privatizzazione, ma altresì sul fronte delle fonti rinnovabili (America). Tali indirizzi strategici, oltre a far tornare l'*ENEL* agli stessi livelli di capacità produttiva detenuti prima della obbligata cessione delle tre Gen.Co., potrebbero offrire nuovi sbocchi utili alla più proficua competizione sul mercato nonché all'ottimizzazione dei risultati.

Nel quadro delineato, assume rilevanza primaria la destinazione dei futuri investimenti all' aumento della produzione, con benefici effetti sulla concorrenza; quelli all'estero che ne accrescono la capacità produttiva - da valutare più sotto il profilo strategico che di opportunità economica – richiedono comunque una ponderata riflessione da parte della Società tale da prevedere e tener conto anche dei "ritorni" degli impieghi di denaro: l' *ENEL* è, infatti, oggetto di attenzione internazionale per la politica di acquisizione di *assets*, che ne accrescono la capacità produttiva (attualmente di circa 11.000 MGw contro i circa 15 mila ceduti in Italia), nonché per il costante sforzo di guardare alle fonti rinnovabili quale necessario approdo per la soluzione dei problemi ambientali e di costo dei combustibili tradizionali.

Tutte le suddette iniziative sono da considerare nell' ottica tendenziale di conseguire la diminuzione dei prezzi dell'elettricità (ossia il risultato più auspicato, in concreto, dalla collettività) che potrebbe influire positivamente anche sul futuro andamento del titolo in Borsa, da considerare più in termini dinamici che difensivi, per effetto della naturale evoluzione dei