

zioni federali, mentre a livello statale vige un sistema di Renewable Portfolio Standard (RPS), ovvero un sistema di quote obbligatorie in capo alle utility con target differenziati per ciascuno Stato. La maggior parte degli Stati ha adottato sistemi di certificazione scambiabili sul mercato, ma attualmente non è ancora attiva una piattaforma a livello federale.

Il production tax credit (PTC), l'incentivo fiscale alla produzione di energia tramite fonti rinnovabili, scaduto alla fine del 2013, è stato rinnovato con il *Tax Increase Prevention Act* del 20 dicembre 2014. Grazie a questa estensione, hanno potuto qualificarsi per il PTC i progetti eligibili con data di "avvio costruzione" entro il 31 dicembre 2014. Ulteriori linee guida da parte dell'Internal Revenue Service (IRS), per la definizione del concetto di "continuous efforts" richiesto per la qualificazione, sono attese nel primo e nel secondo trimestre del 2015.

L'investment tax credit, l'incentivo fiscale agli investimenti in energie rinnovabili, rimane invece applicabile agli impianti entrati in esercizio entro il 31 dicembre 2016.

Il 2 giugno 2014 l'Environment Protection Agency (EPA) ha reso pubblica una proposta di regolamentazione, applicabile alle centrali a combustibile fossile attualmente in esercizio, che prevede, entro il 2030, una riduzione complessiva delle emissioni di CO<sub>2</sub> del 30% rispetto ai livelli del 2005. Per ciascuno Stato è stato stabilito uno specifico target di abbattimento per il raggiungimento del quale viene lasciata ampia flessibilità in merito a politiche e strategie. Dopo la fase di consultazione, la proposta è attualmente in fase di revisione e l'EPA prevede l'approvazione definitiva entro il terzo trimestre del 2015. In tal caso gli Stati avranno tempo fino a giugno 2016 per presentare all'EPA il proprio piano di raggiungimento del target.

## Sudafrica

La Repubblica Sudafricana, sulla base della strategia energetica di lungo termine definita nell'Integrated Resource Plan 2010-2030, approvato a maggio 2011, intende raggiungere 17,8 GW di capacità installata da fonti rinnovabili entro il 2030. Lo strumento principale per il raggiungimento di tale target è il REIPPPP (Renewable Energy Independent Power Producer Procurement Programme), un sistema di gare su base d'asta avviato nel 2011, che mira a mettere in esercizio tra il 2014 e il 2020 circa 7 GW di nuova capacità rinnovabile (idroelettrica <40 MW, solare a concentrazione e fotovoltaico, eolica, biomassa, biogas e da gas da discarica). Attualmente sono previsti cinque round di aste (Bid Window), quattro dei quali si sono già

svolti. Includendo il Round 4, per il quale i progetti vincitori saranno annunciati nel primo trimestre del 2015, sono stati finora assegnati circa 5.000 MW.

Dopo una fase di pre-qualifica, che riguarda aspetti tecnici e finanziari, i progetti qualificati vengono selezionati in base a due criteri: al prezzo offerto (peso 70%) e al contenuto di Economic Development (peso 30%). Quest'ultimo consta di una serie di parametri rivolti allo sviluppo economico del Paese, tra cui il "Local Content" e la creazione di posti di lavoro per i cittadini sudafricani, in particolare di colore.

I vincitori hanno la possibilità di firmare un PPA (Power Purchase Agreement) della durata di 20 anni con l'utility nazionale Eskom, i cui pagamenti sono garantiti dal Governo.



## Principali rischi e incertezze

Per la natura del proprio business, il Gruppo è esposto a diverse tipologie di rischi, e in particolare a rischi di mercato, rischi di credito, rischi di liquidità, rischi industriali, ambientali e di carattere regolatorio. Per mitigare l'esposizione a tali rischi, nel Gruppo sono svolte specifiche attività di analisi, misurazione, monitoraggio e gestione che sono descritte nei successivi paragrafi.

Da un punto di vista organizzativo, Enel adotta a livello di

Gruppo e di singola Division/Country/Business Line un modello di governance per la gestione e il controllo dei rischi di natura finanziaria (rischi di mercato, di credito e di liquidità) che prevede l'attribuzione delle attività di indirizzo strategico e di supervisione della gestione dei rischi a specifici comitati, l'emanazione di policy e procedure per l'individuazione di ruoli e responsabilità gestionali e di controllo e la definizione di un sistema di limiti operativi.

## Rischi legati ai processi di liberalizzazione dei mercati e a cambiamenti regolatori

I mercati energetici nei quali il Gruppo è presente sono interessati da processi di progressiva liberalizzazione, che viene attuata in diversa misura e con tempistiche differenti da Paese a Paese.

Come risultato di questi processi, il Gruppo è esposto a una crescente pressione competitiva derivante dall'ingresso di nuovi operatori e dallo sviluppo di mercati organizzati.

I rischi di business che derivano dalla naturale partecipazione del Gruppo a mercati che presentano queste caratteristiche, sono stati fronteggiati con una strategia di integrazione lungo la catena del valore, con una sempre maggiore spinta all'innovazione tecnologica, alla diversificazione e all'espansione geografica. In particolare, le azioni poste in essere hanno prodotto lo sviluppo di un portafoglio clienti sul mercato libero in una logica di integrazione a valle sui

mercati finali, l'ottimizzazione del mix produttivo migliorando la competitività degli impianti sulla base di una leadership di costo, la ricerca di nuovi mercati con forti potenzialità di crescita e lo sviluppo delle fonti rinnovabili con adeguati piani di investimento in diversi Paesi.

Spesso il Gruppo si trova a operare in mercati regolamentati o regimi regolati e il cambiamento delle regole di funzionamento di tali mercati e regimi, nonché le prescrizioni e gli obblighi che li caratterizzano, possono influire sull'andamento della gestione e dei risultati del Gruppo stesso.

A fronte dei rischi che possono derivare da tali fattori, si è operato per intensificare i rapporti con gli organismi di governo e regolazione locali adottando un approccio di trasparenza, collaborazione e proattività nell'affrontare e rimuovere le fonti di instabilità dell'assetto regolatorio.

## Rischi legati alle emissioni di CO<sub>2</sub>

L'emissione di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), oltre a rappresentare uno dei fattori che può influenzare sensibilmente la gestione del Gruppo, rappresenta una delle maggiori sfide che il Gruppo stesso, a tutela dell'ambiente, sta affrontando.

La normativa comunitaria sul sistema di scambio di quote di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>) impone oneri per il settore elettrico che in futuro potranno essere sempre più rilevanti. In tale contesto l'instabilità del mercato delle quote ne accentua la difficoltà di gestione e monitoraggio. Al fine di ridurre i fat-

tori di rischio legati alla normativa in materia di CO<sub>2</sub>, il Gruppo svolge un'attività di presidio dello sviluppo e dell'attuazione della normativa comunitaria e nazionale, diversifica il mix produttivo a favore di tecnologie e fonti a basso tenore di carbonio, con particolare attenzione alle fonti rinnovabili e al nucleare, sviluppa strategie che gli consentono di acquisire quote a un costo più competitivo, ma soprattutto migliora le prestazioni ambientali dei propri impianti incrementandone l'efficienza energetica.



## Rischi di mercato

Nell'esercizio della sua attività Enel è esposta a diversi rischi di mercato e in particolare al rischio di oscillazione dei prezzi delle commodity, dei tassi di interesse e dei tassi di cambio. La governance dei rischi finanziari adottata dal Gruppo prevede la presenza di specifici comitati interni, cui spetta l'attività di indirizzo strategico e di supervisione della gestione dei rischi, nonché specifiche policy a livello di Gruppo e di singole Division/Business Line che definiscono i ruoli e le responsabilità per i processi di gestione, monitoraggio e controllo dei rischi nel rispetto del principio della separazione organizzativa fra le strutture preposte alla gestione del

business e le strutture responsabili del controllo dei rischi. La governance dei rischi finanziari prevede inoltre la definizione di un sistema di limiti operativi, a livello di Gruppo e di singole Division/Business Line per le diverse tipologie di rischio, periodicamente monitorati dalle unità deputate al controllo dei rischi.

Per contenere l'esposizione ai rischi di mercato all'interno di tali limiti operativi Enel stipula contratti derivati avvalendosi degli strumenti offerti dal mercato.

## Rischio di prezzo commodity e continuità degli approvvigionamenti

Per la natura del proprio business, il Gruppo è esposto alle variazioni dei prezzi di combustibili ed energia elettrica, che ne possono influenzare in modo significativo i risultati.

Per mitigare tale esposizione, il Gruppo ha sviluppato una strategia di stabilizzazione dei margini che prevede il ricorso alla contrattualizzazione anticipata dell'approvvigionamento dei combustibili e delle forniture ai clienti finali o a operatori del mercato all'ingrosso.

Si è dotato, inoltre, di una procedura formale che prevede la misurazione del rischio commodity residuo, la definizione di un limite di rischio massimo accettabile e la realizzazio-

ne di operazioni di copertura mediante il ricorso a contratti derivati.

Per una disamina dell'attività di gestione del rischio commodity e del portafoglio di derivati in essere si rimanda alla Nota 41 del Bilancio consolidato.

Per mitigare i rischi di interruzione delle forniture di combustibili, il Gruppo ha sviluppato una strategia di diversificazione delle fonti di approvvigionamento ricorrendo a fornitori dislocati in differenti aree geografiche, nonché incentivando la costruzione di infrastrutture di trasporto e stoccaggio.

## Rischio di tasso di cambio

Il Gruppo è esposto al rischio che variazioni dei tassi di cambio tra l'euro e le principali divise estere generino variazioni avverse del controvalore in euro di grandezze economiche e patrimoniali denominate in divisa estera. L'esposizione al rischio di tasso di cambio, espressa principalmente nei confronti del dollaro statunitense, deriva dalla presenza di:

- > flussi di cassa connessi all'acquisto e/o alla vendita di combustibili ed energia sui mercati internazionali;
- > flussi di cassa relativi a investimenti in divisa estera, a dividendi derivanti da consociate estere non consolidate o a flussi relativi all'acquisto/vendita da partecipazioni;
- > passività finanziarie accese a livello di Holding o delle singole subsidiary denominate in valuta diversa da quella di conto od operativa per la società detentrici della passività;

> attività/passività finanziarie valutate al fair value.

Il Bilancio consolidato è inoltre soggetto al rischio cambio insito nei valori di consolidamento delle partecipazioni denominate in divise diverse dall'euro (rischio traslativo).

La gestione del rischio di cambio viene perseguita nell'ambito delle policy di Gruppo relative alla gestione dei rischi finanziari che prevedono la stabilizzazione degli effetti delle variazioni del livello dei tassi di cambio con l'esclusione del rischio traslativo. A tal fine, il Gruppo ha strutturato processi operativi che garantiscono la copertura sistematica delle esposizioni attraverso la definizione e l'attuazione di opportune strategie di hedging che tipicamente richiedono l'utilizzo di contratti finanziari derivati.

Si rimanda per un maggiore approfondimento in proposito alla Nota 41 del Bilancio consolidato.

## Rischio di tasso di interesse

La natura dei rischi finanziari cui è esposto il Gruppo è tale per cui variazioni nel livello dei tassi di interesse possono comportare variazioni in aumento degli oneri finanziari netti o variazioni avverse del valore di attività/passività finanziarie valutate al fair value.

L'esposizione del Gruppo Enel al rischio di tasso di interesse deriva principalmente dalla volatilità dei flussi di interesse connessi all'indebitamento espresso a tasso variabile e dalla necessità di rifinanziare il debito in scadenza alle mutevoli condizioni di mercato.

Le politiche di gestione dei rischi sono finalizzate al mantenimento del profilo di rischio definito nell'ambito delle procedure formali di governance dei rischi di Gruppo, contenendo nel tempo il costo della provvista e limitando la volatilità dei risultati. Tale obiettivo viene raggiunto attraverso la diversificazione strategica della natura delle attività/passività finanziarie e tramite la stipula di contratti derivati sui mercati over the counter (OTC).

Si rimanda per un maggiore approfondimento in proposito alla Nota 41 del Bilancio consolidato.

## Rischio di credito

Le operazioni commerciali, su commodity e di natura finanziaria espongono il Gruppo al rischio di credito, inteso come la possibilità che una variazione inattesa del merito creditizio di una controparte generi effetti sulla posizione creditoria, in termini di insolvenza (rischio di default) o di variazioni nel valore di mercato della stessa (rischio di spread).

Già dagli esercizi precedenti, alla luce delle condizioni di instabilità e incertezza nei mercati finanziari e dei fenomeni di crisi economica registrati a livello globale, le evoluzioni congiunturali hanno fatto registrare un tendenziale incremento nei tempi medi di incasso dei crediti commerciali. Allo scopo di perseguire la minimizzazione del rischio di credito, la politica generale a livello di Gruppo prevede l'applicazione di criteri omogenei, in tutte le principali Region/Country/Business Line, per la misurazione delle esposizioni creditizie, al fine sia di identificare tempestivamente i fenomeni degenerativi della qualità dei crediti in essere — individuando le eventuali azioni di mitigazione da attuare — sia di consentire il consolidamento e il monitoraggio delle esposizioni a livello di Gruppo. Relativamente al rischio di credito derivante dall'operatività in commodity, è applicato un sistema di valutazione delle controparti omogeneo a livello di Gruppo, implementato anche a livello locale. A partire dal 2013 sono stati applicati e monitorati limiti di portafoglio, approvati dal Comitato di Rischio Credito di Gruppo, sia per le Region/Country/Business Line interessate sia a livello consolidato.

Con riferimento al rischio di credito originato da operazioni di natura finanziaria, ivi inclusi strumenti finanziari derivati, la minimizzazione del rischio è perseguita attraverso la selezione di controparti con merito creditizio elevato tra le primarie istituzioni finanziarie nazionali e internazionali, la diversificazione del portafoglio, la sottoscrizione di accordi

di marginazione che prevedono lo scambio di cash collateral e/o l'applicazione di criteri di netting. Anche nel 2014 sono stati applicati e monitorati, attraverso un sistema di valutazione interno, i limiti operativi al rischio di credito sulle controparti finanziarie, approvati dal Comitato Rischi Finanziari di Gruppo, sia a livello di singola Region/Country/Business Line sia a livello consolidato.

Nell'ambito della gestione del rischio di credito, già a partire dagli esercizi precedenti il Gruppo ha posto in essere alcune operazioni di cessione dei crediti senza rivalsa (*pro soluto*), le quali hanno riguardato specifici segmenti del portafoglio commerciale. Anche in considerazione dello scenario macroeconomico di riferimento, il ricorso a operazioni di cessione è stato, a partire dal 2011, progressivamente esteso sia geograficamente sia attraverso l'allargamento anche a crediti fatturati e da fatturare per le società operanti in segmenti della filiera elettrica diversi dalla commercializzazione, quali per esempio crediti derivanti da attività di generazione, vendite di energia elettrica effettuate nell'ambito dell'attività di energy management, vendite di certificati verdi o servizi di trasporto di energia elettrica.

Tutte le suddette operazioni sono considerate a fini contabili come operazioni di cessione senza rivalsa e hanno pertanto dato luogo all'integrale eliminazione dal bilancio delle corrispondenti attività oggetto di cessione, essendo stati ritenuti trasferiti i rischi e i benefici a esse connessi.

## Rischio di liquidità

Il rischio di liquidità è il rischio che il Gruppo, pur essendo solvibile, non sia in grado di far fronte tempestivamente ai propri



impegni, o che sia in grado di farlo solo a condizioni economiche sfavorevoli a causa di fattori legati alla percezione della propria rischiosità da parte del mercato o situazioni di crisi sistemica (per es., credit crunch, crisi del debito sovrano ecc.).

Nell'ambito delle procedure formali di governance dei rischi di Gruppo, le politiche di gestione del rischio sono finalizzate al mantenimento di disponibilità liquide sufficienti a far fronte agli impegni attesi per un determinato orizzonte temporale senza far ricorso a ulteriori fonti di finanziamento, nonché al mantenimento di un liquidity buffer prudenziale sufficiente a far fronte a eventuali impegni inattesi. Inoltre, al fine di assicurare la liquidità necessaria a fronteggiare gli impegni di medio e lungo termine, Enel persegue una strategia di gestione dell'indebitamento che prevede una struttura diversificata delle fonti di finanziamento cui ricorre per la copertura dei propri fabbisogni finanziari e un profilo di scadenze equilibrato. Ai fabbisogni di liquidità si sopperisce primariamente con i flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica assicurando un'opportuna gestione delle eventuali eccedenze di liquidità.

Al fine di garantire l'ottimizzazione della gestione delle disponibilità liquide nell'ambito del Gruppo, Enel SpA provvede, direttamente e tramite la controllata Enel Finance International NV, ai fabbisogni finanziari delle società del Gruppo attraverso l'accantonamento dell'accesso al mercato monetario e dei capitali e svolge attività di direzione e coordinamento per le società del Gruppo che possono accedere direttamente a fonti di finanziamento di mercato.

A riprova della confermata capacità di accesso al mercato del credito per il Gruppo Enel sono state effettuate nel corso dell'esercizio 2014 emissioni obbligazionarie per il controvalore complessivo di 2,4 miliardi di euro, di cui 1,6 miliardi di euro da parte di Enel SpA, sotto forma di titoli subordinati ibridi, e 436 milioni di euro da parte di Endesa Chile sotto forma di Yankee Bond.

Nel corso dell'ultimo trimestre 2014 Enel Finance International NV ha avviato un programma di Liability Management per un importo complessivo di 4 miliardi di euro, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2015, nell'obiettivo dell'ottimizzazione della liquidità in eccesso consentendo la riduzione del debito lordo, l'abbassamento del costo medio del debito nonché il miglioramento del profilo delle scadenze. La Società ha in seguito effettuato la sua prima transazione attraverso il riacquisto di obbligazioni proprie per un valore nominale complessivo di 762 milioni di euro.

Si rimanda per un maggiore approfondimento in proposito alla Nota 40 "Strumenti Finanziari" del Bilancio consolidato.

## Rischi connessi al rating

Il merito di credito, assegnato a una società dalle agenzie di rating, influenza la sua possibilità di accedere alle varie fonti di finanziamento nonché le rispettive condizioni economiche; un eventuale peggioramento di tale merito creditizio potrebbe, pertanto, costituire una limitazione all'accesso al mercato dei capitali e/o un incremento del costo delle fonti di finanziamento con conseguenti effetti negativi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria.

Alla fine dell'esercizio 2014, nonostante il downgrade del rating sui titoli di Stato della Repubblica Italiana (BBB- con outlook stabile rispetto al precedente BBB con outlook negativo), l'agenzia di rating Standard & Poor's ha confermato il merito di credito di Enel, pari a BBB con outlook stabile.

Tale scelta dipende principalmente dall'ampia diversificazione che caratterizza il Gruppo sotto il profilo geografico e tecnologico attuata nei Paesi extraeuropei nonché dall'attesa che la Società riesca a raggiungere e mantenere gli obiettivi economici e finanziari commisurati al livello attuale di rating, grazie alla strategia di riduzione dell'indebitamento e al significativo contributo delle attività regolate.

Al termine dell'esercizio il rating di Enel è pari a: (i) "BBB" secondo Standard & Poor's con outlook stabile; (ii) "BBB+", con outlook stabile, secondo Fitch; e (iii) "Baa2", con outlook negativo, secondo Moody's.

## Rischio Paese

I ricavi del Gruppo Enel sono di fonte estera ormai per oltre il 50% dell'ammontare totale; la forte internazionalizzazione del Gruppo – localizzata, tra gli altri, in Paesi dell'America Latina e in Russia – pertanto sottopone Enel all'obbligo di considerare e valutare il c.d. "rischio Paese", consistente nei rischi di natura macroeconomica e finanziaria, regolatoria e di mercato, geopolitica e sociale il cui verificarsi potrebbe determinare un effetto negativo sia sui flussi reddituali quanto sulla protezione degli asset aziendali. Proprio per mitigare questa tipologia di rischio Enel si è dotata di un modello di calcolo del rischio Paese (del tipo shadow rating) capace di monitorare puntualmente il livello di rischio nei Paesi del proprio perimetro.

Nel complesso, nel 2014 si è assistito a una ripresa del panorama congiunturale mondiale piuttosto vacillante e per i prossimi due anni non si considera ancora sventato il rischio di ricaduta. Il commercio mondiale, la cui espansione pro-

cede a rilento rispetto al periodo che ha preceduto la crisi finanziaria di sei anni fa, fino all'autunno 2014 ha faticato a prendere quota.

In Europa, per il 2015, si prevede che il tasso di crescita dovrebbe salire all'1,7% per l'intera UE e all'1,3% per la zona euro, mentre nel 2016 la crescita annua dovrebbe essere rispettivamente del 2,1% e dell'1,9% grazie all'aumento della domanda interna ed estera, a una politica monetaria molto accomodante e a un orientamento sostanzialmente neutro della politica di bilancio.

Le prospettive di crescita in tutta Europa sono ancora frenate da un contesto poco favorevole agli investimenti e dall'elevata disoccupazione. Gli sviluppi fondamentali dell'autunno scorso hanno però migliorato le prospettive a breve termine: i prezzi del petrolio sono scesi più rapidamente che in passato, l'euro si è notevolmente deprezzato, la BCE ha annunciato un allentamento quantitativo (*quantitative easing*) e la Commissione Europea ha presentato il suo piano di investimenti per l'Europa. Tutti questi fattori avranno effetti positivi sulla crescita.

Le previsioni macroeconomiche dell'economia statunitense sono fortemente ottimistiche anche a seguito della politica monetaria super espansiva e dei dati sensibilmente positivi sulla disoccupazione dato che ha raggiunto livelli minimi.

Nelle altre regioni del mondo le prospettive sono eterogenee e complessivamente si mantengono positive. In Giappone l'aumento dell'imposta sul valore aggiunto dell'aprile 2014 ha danneggiato la congiuntura molto più di quanto atteso. Considerati gli impulsi di politica monetaria espansiva, nei prossimi trimestri l'economia nipponica dovrebbe intraprendere un'ascesa moderata. In Cina la congiuntura si afferma finora relativamente robusta, ma segue un percorso di crescita strutturalmente basso (6-7%), il che non stupisce affatto considerato lo stato dello sviluppo raggiunto e un potenziale limitato di forza lavoro. In altri grandi Paesi emergenti si profila un quadro eterogeneo: mentre l'economia indiana prende sensibilmente slancio, in Brasile la ripresa si rivela titubante. Ancora una volta le aspettative per la Russia sono peggiorate: a seguito delle tensioni geopolitiche con l'Ucraina e dei bassi prezzi del petrolio il Paese è caduto in una recessione che minaccia di tramutarsi in una crisi valutaria. Resta alta l'allerta anche in Medio Oriente e in Nord Africa per gli sviluppi degli scenari rispettivamente siriano e libico, che presentano rischi in grado di provocare una persistente alterazione degli equilibri regionali e globali con le conseguenti incertezze che possono incidere sul quadro macroeconomico globale.

## Rischi industriali e ambientali

Il malfunzionamento dei propri impianti ed eventi accidentali avversi che ne compromettano la temporanea funzionalità possono rappresentare ulteriori rischi legati al business del Gruppo.

I rischi di natura industriale e ambientale sono presidiati per la Business Line di Global Generation attraverso l'utilizzo di modelli statistici, che valutano i rischi in termini probabilistici e monetari, fornendo fattori di rischio specifici per ogni singolo impianto/rete/progetto. A tal fine, oltre a modelli di rischio più tipicamente industriale (*Business Interruption*, *Operation & Maintenance*), sono stati sviluppati modelli per la misurazione dei rischi catastrofici dovuti a eventi sismici, il modello per la valutazione del rischio incendio e i modelli ambientali per la valutazione dell'esposizione di ciascun impianto verso tutti i possibili comparti ambientali quali aria, acqua, suolo e sottosuolo; il tutto con l'obiettivo di individuare le aree più critiche e predisporre gli strumenti più adeguati per la salvaguardia del valore industriale degli impianti.

Nel corso del 2014 è stato sviluppato e messo a punto un modello di valutazione dei rischi industriali e ambientali in ambito di Upstream Gas.

Sono state inoltre condotte attività volte a valutare i rischi connessi all'esercizio delle reti di distribuzione gestite dalla Business Line Infrastrutture e Reti.

Per mitigare tali rischi, il Gruppo fa ricorso alle migliori strategie di prevenzione e protezione, incluse tecniche di manutenzione preventiva e predittiva, survey tecnologici mirati alla rilevazione e al controllo dei rischi, nonché alle best practice internazionali.

Il rischio residuo viene gestito con il ricorso a specifici contratti di assicurazione, rivolti sia alla protezione dei beni aziendali sia alla tutela dell'azienda nei confronti di terzi danneggiati da eventi accidentali, incluso l'inquinamento, che possono aver luogo nel corso dei processi legati alla generazione e distribuzione dell'energia elettrica e del gas.

Come parte della propria strategia di mantenere e sviluppare una leadership di costo nei mercati di presenza nelle attività di generazione, il Gruppo è impegnato in molteplici progetti di sviluppo, miglioramento e riconversione dei propri impianti. Tali progetti sono esposti ai rischi tipici dell'attività costruttiva, che il Gruppo tende a mitigare attraverso la richiesta di specifiche garanzie ai propri fornitori e, dove possibile, attraverso apposite garanzie assicurati-



ve in grado di coprire i rischi di costruzione in ogni sua fase. Sono stati anche approntati nuovi modelli di valutazione per "Project Risk management", che permettono di misurare, in maniera quantitativa e statistica e nel contesto di iniziative "Capital Intensive" del Gruppo, i ritardi della data di operazione commerciale e gli incrementi dei costi di investimento derivanti dai possibili rischi, inclusi anche quelli di natura ambientale.

Per quanto concerne la generazione nucleare, Enel è attiva in Slovacchia attraverso Slovenské elektrárne e in Spagna attraverso Endesa. Nell'ambito delle sue attività nucleari, il Gruppo è esposto anche a rischi industriali e potrebbe dover fronteggiare costi aggiuntivi anche a causa di incidenti, violazioni della sicurezza, atti di terrorismo, calamità naturali, malfunzionamenti di attrezzature, stoccaggio, movimentazione, trasporto, trattamento delle sostanze e dei materiali nucleari. Nei Paesi in cui Enel ha attività nucleari, specifiche disposizioni di legge, basate su convenzioni internazionali, richiedono che l'operatore si doti di una copertura assicurativa per la responsabilità civile legata ai rischi derivanti dall'uso e trasporto di combustibile nucleare, con massimali e condizioni di garanzia stabiliti per legge. Altre misure di mitigazione sono state messe in atto secondo le best practice internazionali.



## Prevedibile evoluzione della gestione

Per competere efficacemente nell'attuale e futuro contesto macroeconomico e cogliere, allo stesso tempo, le nuove opportunità di business nel settore energetico, il Gruppo Enel è orientato verso una nuova strategia industriale basata su quattro pilastri fondamentali: i) il raggiungimento di elevati livelli di efficienza operativa attraverso la gestione ottimale dei costi e degli investimenti di mantenimento degli asset; ii) il riavvio di un percorso di crescita "industriale" del Gruppo grazie a un deciso incremento degli investimenti di sviluppo; iii) la gestione attiva di portafoglio in ottica di creazione di valore; iv) la nuova politica dei dividendi del Gruppo. Il nuovo piano strategico del Gruppo Enel definisce quindi le priorità e i piani di azione necessari al raggiungimento degli obiettivi prefissati. Per quanto riguarda l'efficienza operativa si farà leva sulle nuove Global Business Line, per mettere a fattor comune le best practice interne in termini di ottimizzazione dei costi operativi e gestione efficiente degli asset. Il nuovo percorso di crescita industriale sarà invece sostenuto da significativi investimenti in mercati e business ad alto potenziale, a partire dal settore delle rinnovabili, attraverso la crescita del posizionamento nei Paesi di presenza come l'America Latina e l'ingresso in nuovi Paesi, anche per favorire il successivo

posizionamento in altri business. Ulteriori aree di sviluppo saranno la gestione delle nuove reti di distribuzione "smart" e l'ampliamento della gamma di prodotti e servizi a valore aggiunto nei mercati retail. La gestione attiva del portafoglio sarà finalizzata alla dismissione di asset non strategici per il Gruppo e al successivo reinvestimento di quanto ottenuto in un'ottica di creazione di valore e di razionalizzazione della struttura societaria. Infine, Enel ha deciso di introdurre una nuova politica dei dividendi che garantisca al pay-out certezza nel breve termine e un potenziale significativo di crescita nel medio-lungo termine. Il Gruppo presenta caratteristiche uniche nel panorama mondiale delle utility, sia per la sua dimensione in assoluto, sia per la grandissima diversificazione tecnologica, sia per la posizione equilibrata su tutta la catena del valore, e infine per la vasta diversificazione geografica. La nuova struttura organizzativa permetterà al management di fare valere nel modo migliore questi punti di forza, accrescendo le modalità di creazione di valore in maniera più veloce e più incisiva a fronte di un panorama mondiale in evoluzione molto turbolenta e diversificata.

Sulla base degli elementi chiave sopra esposti, di seguito sono riportati gli obiettivi prefissati dal piano industriale.

|   |                  | 2015  | 2016  | 2017  | CAGR 2015-2019 |
|---|------------------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA ricorrente   | miliardi di euro | ~15,0 | ~15,0 | ~15,6 | ~3%            |
| Utile netto ordinario   | miliardi di euro | ~3,0  | ~3,1  | ~3,4  | ~10%           |
| Dividendo minimo  | euro/azione      | 0,16  | 0,18  |       | ~17%           |
| Pay-out   | %                | 50    | 55    | 60    |                |
| Flusso di cassa operativo/<br>indebitamento finanziario netto | %                | 21    | 24    | 27    | ~9%            |

|                                       |                  | 2015-2019 |
|---------------------------------------|------------------|-----------|
| Investimenti lordi                    | miliardi di euro | 34,0      |
| Cash flow da attività operativa       | miliardi di euro | ~49,5     |
| Free cash flow                        | miliardi di euro | ~15,5     |
| Net free cash flow (dopo i dividendi) | miliardi di euro | ~1,5      |



## Altre informazioni

### Società controllate estere extra UE

Si attesta che alla data di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del Bilancio di Enel SpA relativo all'esercizio 2014 — vale a dire il 18 marzo 2015 — sussistono nell'ambito del Gruppo Enel le "condizioni per la quotazione delle azioni di società controllanti società costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione Europea" (per brevità, nel prosieguo, definite "società controllate estere extra-UE") dettata dalla CONSOB nell'art. 36 del Regolamento Mercati (approvato con deliberazione n. 16530 del 25 giugno 2008 e successive modificazioni).

In particolare, si segnala al riguardo che:

> in applicazione dei parametri di significativa rilevanza ai fini del consolidamento previsti nell'art. 36, comma 2, del Regolamento Mercati CONSOB, sono state individuate nell'ambito del Gruppo Enel 17 società controllate estere extra UE cui la disciplina in questione risulta applicabile in base ai dati del Bilancio consolidato del Gruppo Enel al 31 dicembre 2013.

Trattasi, in particolare, delle seguenti società: 1) Ampla Energia e Serviços SA (società brasiliana del perimetro Endesa); 2) Chilectra SA (società cilena del perimetro Endesa); 3) Compañía Distribuidora y Comercializadora de Energía - Codensa SA ESP (società colombiana del perimetro Endesa); 4) Compañía de Interconexión Energética SA - CIEN (società brasiliana del perimetro Endesa); 5) Compañía Eléctrica do Tarapacá SA - Celta (società cilena del perimetro Endesa); 6) Companhia Energética do Ceará - Coelce SA (società brasiliana del perimetro Endesa); 7) Edegel SA (società peruviana del perimetro Endesa); 8) Emgesa SA ESP (società colombiana del perimetro Endesa); 9) Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte - Edelnor SAA (società peruviana del perimetro Endesa); 10) Empresa Distribuidora Sur - Edesur SA (società argentina del perimetro Endesa); 11) Empresa Nacional de Electricidad - Endesa Chile SA (società cilena del perimetro Endesa); 12) Endesa Brasil SA (società brasiliana del perimetro Endesa); 13) Enel Green Power Chile Limitada (società cilena del perimetro Enel Green Power); 14) Enel Green Power North America Inc. (società statunitense del perimetro Enel Green Power); 15) Enel Kansas LLC (società statunitense del perimetro Enel Green Power);

16) Enersis SA (società cilena del perimetro Endesa) e 17) Enel Russia (società russa controllata da Enel Investment Holding BV);

> lo Stato patrimoniale e il Conto economico del bilancio 2014 di tutte le società sopra indicate, quali inseriti nel reporting package utilizzato ai fini della redazione del Bilancio consolidato del Gruppo Enel, verranno messi a disposizione del pubblico da parte di Enel SpA (secondo quanto previsto dall'art. 36, comma 1, lett. a) del Regolamento Mercati CONSOB) almeno 15 giorni prima della data prevista per lo svolgimento dell'Assemblea ordinaria annuale — che verrà convocata per l'approvazione del Bilancio di esercizio 2014 di Enel SpA — contestualmente ai prospetti riepilogativi dei dati essenziali dell'ultimo bilancio della generalità delle società controllate e collegate (ai sensi di quanto al riguardo disposto dall'art. 77, comma 2 bis, del Regolamento Emittenti CONSOB approvato con deliberazione n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni);

> gli statuti, la composizione e i poteri degli organi sociali di tutte le società sopra indicate sono stati acquisiti da parte di Enel SpA e sono tenuti a disposizione della CONSOB, in versione aggiornata, ove da parte di quest'ultima fosse avanzata specifica richiesta di esibizione a fini di vigilanza (secondo quanto previsto dall'art. 36, comma 1, lett. b) del Regolamento Mercati CONSOB);

> è stato verificato da parte di Enel SpA che tutte le società sopra indicate:

- forniscono al revisore della Capogruppo Enel SpA le informazioni necessarie al revisore medesimo per condurre l'attività di controllo dei conti annuali e infra-annuali della stessa Enel SpA (secondo quanto previsto dall'art. 36, comma 1, lett. c-i) del Regolamento Mercati CONSOB);

- dispongono di un sistema amministrativo-contabile idoneo a fare pervenire regolarmente alla direzione e al revisore della Capogruppo Enel SpA i dati economici, patrimoniali e finanziari necessari per la redazione del Bilancio consolidato del Gruppo Enel (secondo quanto previsto dall'art. 36, comma 1, lett. c-ii) del Regolamento Mercati CONSOB).

## Approvazione del bilancio

L'Assemblea per l'approvazione del bilancio, così come previsto dall'art. 9.2 dello Statuto di Enel SpA, è convocata entro 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale. L'utilizzo di tale termine rispetto a quello ordinario di 120

giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, consentito dall'art. 2364, comma 2, del codice civile, è motivato dalla circostanza che la Società è tenuta alla redazione del Bilancio consolidato.

## Informativa sugli strumenti finanziari

Con riferimento all'informativa sugli strumenti finanziari richiesta dall'art. 2428, comma 2, n. 6 *bis* del codice civile, si rinvia a quanto illustrato nella Nota 31 "Strumenti finanziari", 32

"Risk management", 33 "Derivati e hedge accounting" e 34 "Fair value measurement" del Bilancio di esercizio di Enel SpA.

## Operazioni con parti correlate

Per quanto attiene all'informativa sulle parti correlate e al dettaglio dei rapporti patrimoniali ed economici con parti

correlate, si rinvia a quanto illustrato nella specifica Nota 35 del Bilancio di esercizio di Enel SpA.

## Azioni proprie

La Società non detiene azioni proprie in portafoglio, né ha svolto transazioni in azioni proprie nell'esercizio.

## Operazioni atipiche e/o inusuali

Ai sensi della comunicazione CONSOB del 28 luglio 2006 la Società non ha posto in essere operazioni atipiche e/o inusuali nel corso dell'esercizio 2014.

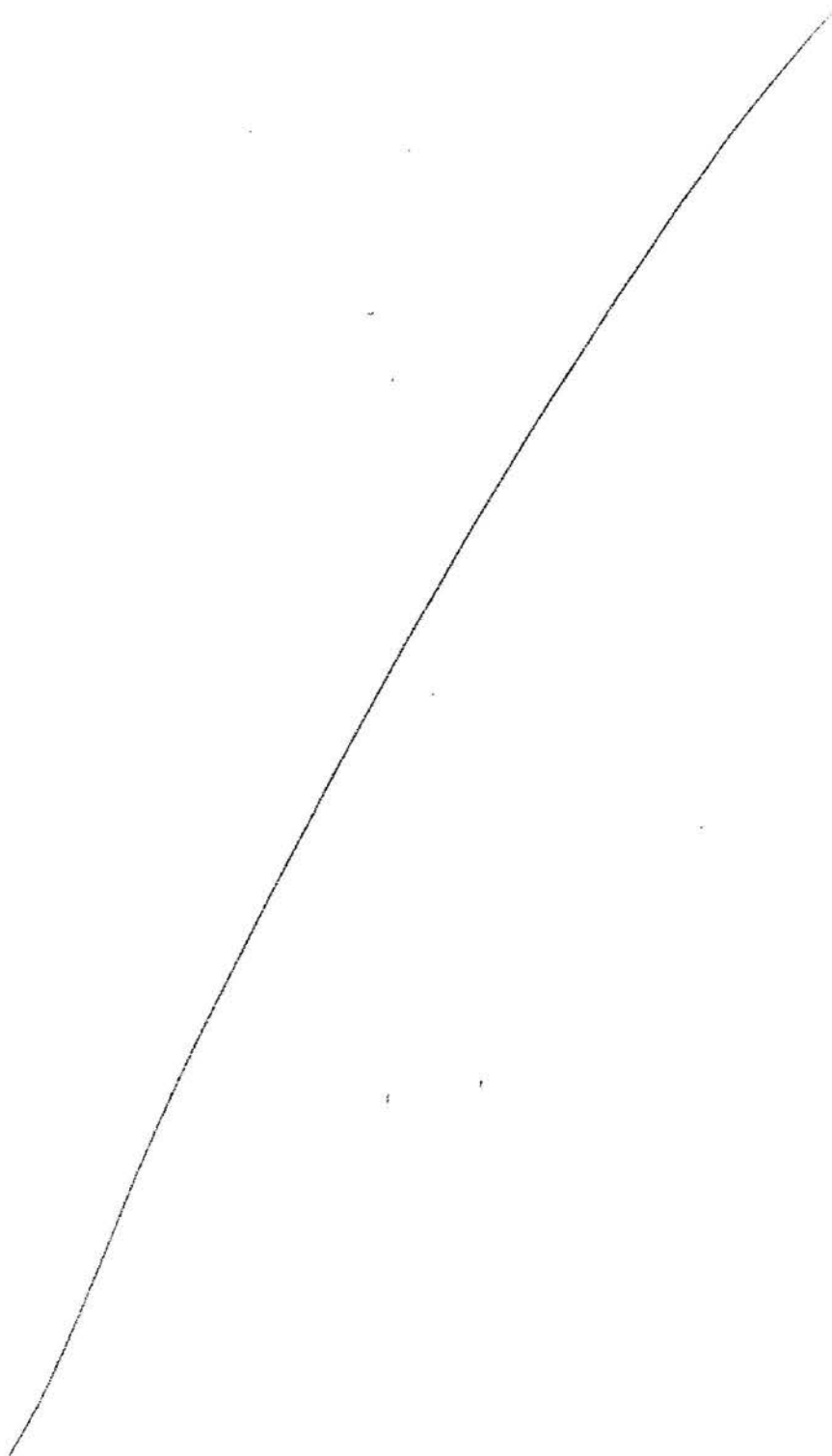
A tal proposito, sono definite come tali le operazioni che per significatività/rilevanza, natura delle controparti, oggetto

della transazione, modalità di determinazione del prezzo di trasferimento e tempistica dell'accadimento possono dar luogo a dubbi sulla correttezza e/o completezza dell'informazione, sul conflitto di interesse, sulla salvaguardia del patrimonio aziendale, nonché sulla tutela degli azionisti di minoranza.

## Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Per quanto attiene ai fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio, si rinvia a quanto illustrato nella specifica Nota 50 del Bilancio consolidato.





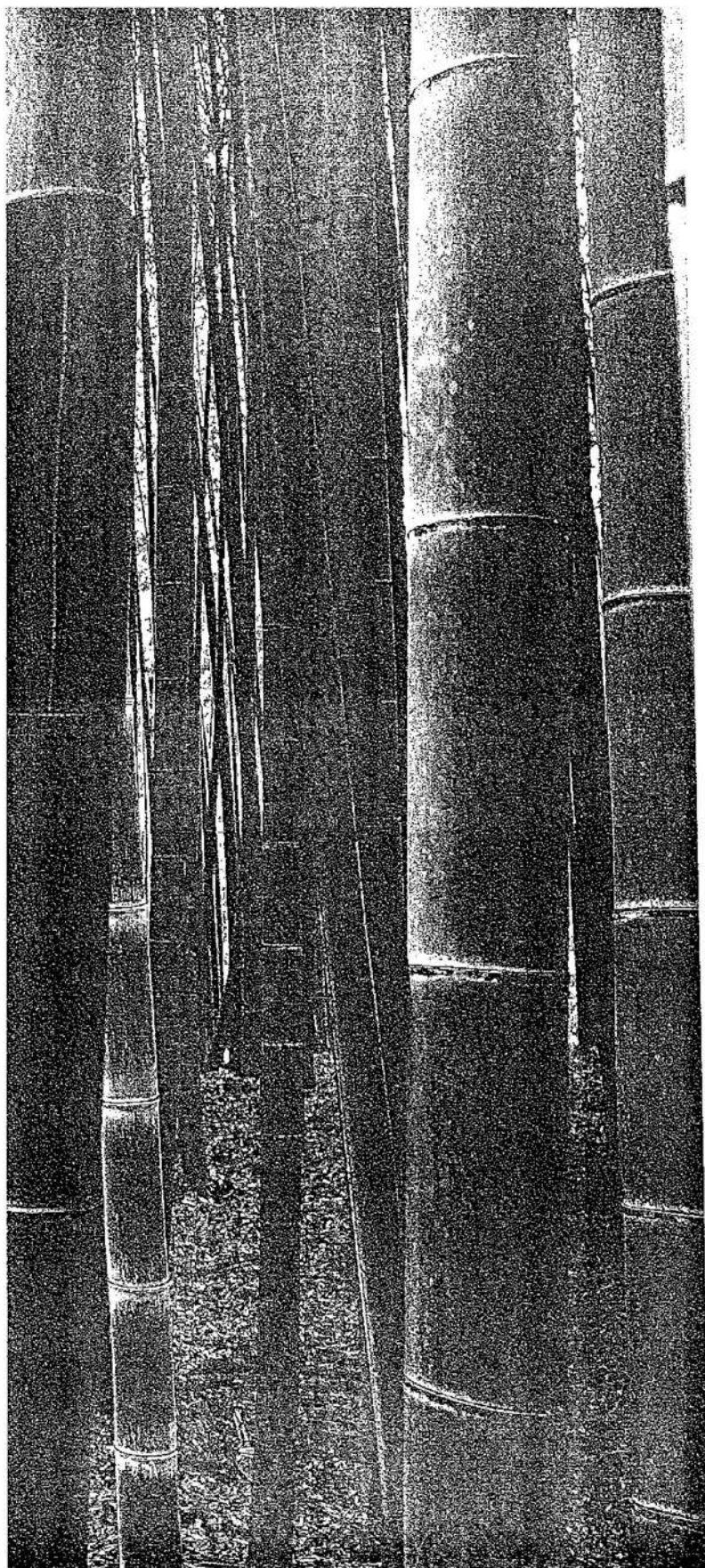
Handwritten signature or initials.

113









Sostenibilità

1 h.

675



## Come operiamo

La sostenibilità in Enel rappresenta un elemento strategico e integrato nella conduzione, nella crescita e nello sviluppo del business, in un'ottica di creazione di valore di medio-lungo periodo per l'azienda e per tutti i suoi stakeholder.

La nuova struttura organizzativa di Enel vede per la prima volta a diretto riporto dell'Amministratore Delegato una direzione specifica di "Innovation & Sustainability", per sottolineare quanto le due aree di competenza e le loro specifiche attività si integrino e contribuiscano alla creazione di un nuovo modello di business e alla competitività dell'azienda. A livello di Paese sono stati, inoltre, nominati i Sustainability Manager, a diretto riporto dei Country Manager, per l'attuazione a livello locale della policy e delle linee guida strategiche del Gruppo e per lo sviluppo delle attività e dei progetti di Sostenibilità specifici per ciascuna area.

Si tratta dunque di un modello mirato a una sempre maggiore integrazione della sostenibilità nella strategia e nel business, attraverso la definizione di strumenti concreti a supporto e garantendo una periodica disclosure delle informazioni rilevanti sia all'interno sia all'esterno dell'azienda.

Questo modello è pienamente in linea con le Indicazioni del Global Compact delle Nazioni Unite, di cui Enel è membro attivo dal 2004, che ribadiscono l'importanza di una sempre maggiore integrazione della sostenibilità nelle scelte strategiche aziendali. Uno specifico programma formativo (Global Compact Board Programme), che coinvolge alcuni esperti internazionali come facilitatori del dialogo con i Consigli di Amministrazione, è in corso di svolgimento. Enel è stata tra le prime aziende al mondo ad aver aderito alla fase pilota del programma e a novembre 2014 si è tenuta la prima sessione formativa con il Consiglio di Amministrazione del Gruppo.

L'integrazione dei fattori di Sostenibilità nei processi di business tiene conto ed estende l'esperienza fatta all'interno del Gruppo nello sviluppo di modelli di gestione delle attività operative (Business Development, Engineering & Construction, Operation & Maintenance) volti alla creazione di valore condiviso e inclusivo nel medio-lungo termine.

L'efficacia e l'efficienza dei processi di business, in fase sia di sviluppo sia di gestione, dipendono infatti in maniera importante dalla costruzione di relazioni stabili e costrut-

tive con i diversi stakeholder e dalla capacità di inserirsi in maniera sinergica nei territori, prevenendo e gestendo eventuali impatti socio-ambientali.

A cornice di tutto il processo vi sono i principi di etica, trasparenza, anti-corruzione, rispetto dei diritti umani e tutela della sicurezza, che da sempre caratterizzano il modo di operare di Enel e che trovano riferimento in policy e criteri di condotta validi per tutto il Gruppo.

Dal 2012 Enel ha avviato, recependo i più innovativi trend internazionali, un processo di identificazione, valutazione e ponderazione delle tematiche di interesse e delle aspettative dei diversi stakeholder, incrociandole con la strategia industriale, con le modalità e i processi con cui l'azienda sta rispondendo alle loro attese (c.d. "Analisi di materialità"). La vista congiunta delle due prospettive consente di individuare le tematiche che, per rilevanza e significatività, sono più centrali per Enel e i suoi stakeholder e di conseguenza di verificare il grado di "allineamento" o "disallineamento" tra aspettative esterne e rilevanza interna. In tale contesto nel 2015 saranno rafforzate le iniziative di stakeholder engagement al fine di cogliere e monitorare le esigenze e le aspettative dei diversi interlocutori.

Tale attività costituisce la base per sviluppare e definire le priorità che il Gruppo intende assumersi nei prossimi anni, identificando gli obiettivi e/o i target specifici.

Il piano di sostenibilità 2015-2019 identifica come macro-ambiti di impegno:

- > creazione di valore economico-finanziario;
- > governance e trasparenza;
- > clima, ambiente e risorse naturali;
- > sviluppo e valorizzazione delle persone;
- > accesso all'energia;
- > valore condiviso e relazioni responsabili con le comunità;
- > programmi e iniziative per clienti e fornitori;
- > salute e sicurezza.

Enel si impegna costantemente a gestire e misurare la propria performance di sostenibilità, dotandosi di, e sviluppando, strumenti che garantiscano un sistema codificato e integrato di progetti, informazioni e dati omogenei, aggiornati costantemente in base all'evoluzione del perimetro di attività e degli standard di riferimento, promuovendo la condivisione delle migliori pratiche ed esperienze.



Il Gruppo, nel segno di una sempre maggiore trasparenza verso gli stakeholder, segue e partecipa attivamente allo sviluppo delle nuove frontiere della rendicontazione verso una comunicazione integrata delle performance finanziarie e non finanziarie: per esempio, ha contribuito alla definizione delle linee guida G4 del Global Reporting Initiative (GRI), ha partecipato al programma pilota dell'Integrated Reporting Council (IRC), supporterà il GRI nella definizione del progetto "Reporting 2025", per promuovere un confronto internazionale sulle prospettive future della reportistica di sostenibilità.

Il processo di rendicontazione avviene attraverso la raccolta e l'elaborazione di specifici indicatori chiave di performance di sostenibilità economica, ambientale e sociale, secondo quanto previsto dalle linee guida dello standard internazionale GRI e sue evoluzioni e integrazioni (EUSSE - Electric Utility Sector Supplement), nonché dai principi di Accountability e del Global Compact delle Nazioni Unite.

I progetti, le attività, le performance e i principali risultati sono riportati nel Bilancio di Sostenibilità di Enel, che quest'anno integra il Rapporto Ambientale, la cui completezza e attendibilità sono verificate da un'accreditata società di revisione esterna, dal Comitato Controllo e Rischi e dal Comitato per la Corporate Governance. Il documento viene poi approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel SpA e quindi presentato in Assemblea degli azionisti.

A oggi il Bilancio è oggetto di analisi da parte dei fondi di investimento socialmente responsabili, che continuano a crescere: al 31 dicembre 2014 sono presenti nel capita-

le Enel 134 Investitori Socialmente Responsabili (117 nel 2013) che detengono il 5,9% del totale delle azioni in circolazione di Enel (5,5% nel 2013), pari all'8,6% del flottante (8% nel 2013).

Il riconoscimento di tale impegno è confermato dalla presenza di Enel, per l'undicesimo anno consecutivo, nel Dow Jones Sustainability Index, indice di riferimento per i mercati, che include le migliori aziende al mondo secondo criteri stringenti di sostenibilità economica, sociale e ambientale.

Nel 2014 Enel ha fatto parte del selettivo indice World di Dow Jones e ricevuto il prestigioso riconoscimento "Gold Class" per la sostenibilità nel *Sustainability Yearbook 2015* di RobecoSAM, pubblicazione giunta alla sua ventesima edizione che valuta le performance nel campo della sostenibilità delle maggiori imprese mondiali. Enel figura tra le uniche tre "Gold Class" assegnate, a livello globale, nel settore Utility Elettriche e tra le sole quattro aziende "Gold Class" italiane.

Per la prima volta, inoltre, Enel è stata ammessa nello STOXX Global ESG Leaders ed è tra le utility nel prestigioso indice CDP Italy Climate Disclosure Leadership 2014, come un'azienda leader per la qualità, la completezza e la trasparenza dei dati sul cambiamento climatico.

È stata, infine, riconfermata nell'indice FTSE4Good che misura il comportamento delle imprese in base alla sostenibilità ambientale, le relazioni con gli stakeholder, il rispetto dei diritti umani, la qualità delle condizioni di lavoro e gli strumenti con cui le imprese stesse combattono la corruzione.

## I quattro pilastri dell'etica aziendale

Da oltre 10 anni Enel dispone di un solido sistema etico che è alla base della sua sostenibilità. Tale sistema è un insieme di regole dinamico e costantemente orientato a recepire

le migliori pratiche a livello internazionale che tutte le persone che lavorano in Enel e per Enel devono rispettare e applicare nella loro attività quotidiana.

## Codice Etico

Il "Codice Etico", adottato nel 2002, è espressione degli impegni e delle responsabilità etiche nella conduzione degli affari e delle attività aziendali, indirizzando e uniformando i comportamenti aziendali su standard improntati alla massima trasparenza, rispetto e correttezza verso tutti gli stakeholder. Il Codice è vincolante per i comportamenti di tutti i collaboratori di Enel in tutto il perimetro del Gruppo,

in considerazione delle diversità culturali, sociali ed economiche dei vari Paesi in cui l'azienda opera. Anche a tutte le imprese partecipate e ai principali fornitori e partner del Gruppo è richiesta una condotta in linea con i principi generali in esso espressi. Tutti gli stakeholder possono segnalare ogni violazione o sospetto di violazione del Codice Etico attraverso canali dedicati.

## Modello ex decreto legislativo n. 231/2001 - Modello 231

Il "Modello organizzativo e gestionale ex decreto legislativo n. 231/2001" (che nel 2014 è stato oggetto di revisione al fine di recepire le nuove figure di reato previste dall'evoluzione della normativa) integra le regole di comportamento contenute nel Codice Etico ed è finalizzato a prevenire il

rischio di commissione dei reati previsti dal decreto, tra cui i reati di corruzione pubblica e privata. I principi riportati nel modello sono estesi alle società controllate estere del Gruppo attraverso l'adozione di specifiche linee guida.

## Piano "Tolleranza Zero alla Corruzione"

Il piano "Tolleranza Zero alla Corruzione - TZC" si integra con quanto espresso nel Codice Etico e nel Modello 231, rafforzando l'impegno nella lotta alla corruzione e promuovendo il recepimento delle raccomandazioni per l'attuazione dei principi formulati in materia da Transparency

International. Il piano è stato adottato nel 2006 al fine di sostanziare l'adesione di Enel al Global Compact (programma d'azione promosso dall'ONU nel 2000) e al PACI - Partnering Against Corruption Initiative (iniziativa promossa dal World Economic Forum di Davos nel 2005).

## Policy on Business and Human Rights

Ai fini di dare applicazione alle linee guida delle Nazioni Unite su Business e Diritti Umani nel 2013 il Consiglio di Amministrazione di Enel SpA ha approvato la Policy sui Diritti Umani, e successivamente ne è stata avviata l'estensione a tutte le società controllate del Gruppo. In linea con il Codice Etico, tale policy esprime gli impegni e le responsabilità nei confronti dei diritti umani, assunti dai collaboratori di Enel SpA e dalle società da essa controllate, siano essi Amministratori o dipendenti in ogni accezione di tali

Imprese. Con questo impegno formale, allo stesso modo, Enel si fa esplicitamente promotore del rispetto di tali diritti da parte degli appaltatori, fornitori e partner commerciali nell'ambito dei suoi rapporti d'affari.

Nell'ambito della due diligence sui Diritti Umani ha inoltre preso avvio il processo di risk assessment, finalizzato a identificare i principali rischi legati ai Diritti Umani in cui l'azienda può incorrere con le sue attività nei Paesi in cui opera e attraverso le sue relazioni con terze parti.

## Potenza efficiente netta per fonte di energia primaria

MW

|   | 2014          | 2013 restated | 2014-2013      |              |
|---|---------------|---------------|----------------|--------------|
| <b>Potenza efficiente netta termoelettrica:</b> |               |               |                |              |
| - carbone                                       | 17.048        | 17.277        | (229)          | -1,3%        |
| - ciclo combinato (CCGT)                        | 16.112        | 16.071        | 41             | 0,3%         |
| - olio combustibile/gas                         | 21.018        | 22.592        | (1.574)        | -7,0%        |
| <b>Totale</b>                                   | <b>54.178</b> | <b>55.940</b> | <b>(1.762)</b> | <b>-3,1%</b> |
| <b>Potenza efficiente netta nucleare</b>        |               |               |                |              |
|   | 5.132         | 5.132         | -              | -            |
| <b>Potenza efficiente netta rinnovabile:</b>    |               |               |                |              |
| - idroelettrico                                 | 29.653        | 29.836        | (183)          | -0,6%        |
| - eolico  | 5.774         | 5.163         | 611            | 11,8%        |
| - geotermoelettrico                             | 833           | 795           | 38             | 4,8%         |
| - biomasse e cogenerazione                      | 100           | 120           | (20)           | -16,7%       |
| - altro   | 442           | 258           | 184            | 71,3%        |
| <b>Totale</b>                                   | <b>36.802</b> | <b>36.172</b> | <b>630</b>     | <b>1,7%</b>  |
| <b>Potenza efficiente netta complessiva</b>     | <b>96.112</b> | <b>97.244</b> | <b>(1.132)</b> | <b>-1,2%</b> |