

è stata fornita da ENEL, mediante un aumento di capitale di Enel Investment ed un finanziamento intersocietario alla stessa.

Sulla effettiva congruità della transazione, relativamente alla quale la decisione del Consiglio di amministrazione di ENEL è stata supportata da *fairness opinions* rilasciate da primarie istituzioni finanziarie che avevano ritenuto il prezzo pagato da ENEL in linea con le stime di mercato più favorevoli, molte perplessità sono state sollevate in epoca successiva all'acquisto e tuttora permangono; ma esse sembrano piuttosto correlate, *ex post*, al deprezzamento subito dall'azienda telefonica in conseguenza della pesante e persistente caduta delle quotazioni di Borsa di tutti i titoli di TLC, iniziata praticamente in coincidenza con la conclusione dell'operazione-Infostrada, che non da errate valutazioni compiute *ex ante*.

Onde esprimere un compiuto giudizio sulla convenienza dell'acquisto e, più in generale, dell'ingresso di ENEL nel settore delle TLC e, poi, del rafforzamento in esso della sua presenza, va peraltro considerato: a) che in tal modo, nell'arco di soli tre anni e utilizzando inizialmente *assets* in larga parte ammortizzati, è stata data vita ad un'impresa che è divenuta il secondo operatore integrato di TLC sul mercato italiano; b) che attualmente il valore (*enterprise value*) del complesso WIND-Infostrada è comunque stimato dal mercato a non meno di 14 miliardi di euro, mentre il valore di carico delle partecipazioni possedute dal Gruppo ENEL in WIND ammontava a circa 9 miliardi (prima della più recente svalutazione); c) che lo sviluppo dell'azienda

ed i risultati conseguiti, sul piano commerciale e su quello economico, sono allineati ai piani, secondo le cui previsioni WIND perverrà ad un *cash flow* positivo a partire dal 2003-2004 e ad un utile netto positivo nel 2005.

L'Autorità garante della concorrenza e del mercato, investita della valutazione sul possibile impatto dell'acquisto di Infostrada sul mercato elettrico, ha condizionato la propria autorizzazione all'obbligo per ENEL di cedere ulteriori 5.500 MW di capacità produttiva; avverso tale provvedimento ENEL ha presentato ricorso al TAR Lazio, che lo ha accolto nel novembre 2001. Sull'appello dell'Autorità, il Consiglio di Stato, con sentenza del giugno 2002 (di cui non si conoscono al momento le motivazioni), ha annullato la sentenza di primo grado, ma ha anche accolto uno dei motivi di ricorso già proposti da ENEL, e considerati assorbiti dal TAR, relativo alla illegittimità della menzionata condizione posta dall'Autorità ad ENEL.

Con il 1° agosto 2001 l'intera partecipazione in Infostrada è stata conferita da Enel Investment a WIND in contropartita di un aumento di capitale riservato alla conferente. A seguito dell'operazione il Gruppo Enel detiene ora il 73,4% di WIND (38,7% Enel Investment e 34,7% Enel S.p.A.), mentre France Telecom, l'altro partner rimasto nella compagine azionaria dopo l'uscita di Deutsche Telekom, ha visto ridotta la sua partecipazione dal

43,4% al 26,6%, avendo ritenuto di rimanere estraneo all'operazione di acquisto, riservandosi la possibilità di ripristinare - entro scadenze ed a condizioni già definite - l'entità della precedente partecipazione ovvero di cedere ad ENEL anche la quota residua.

Con il 1° gennaio 2002 è divenuta efficace la fusione per incorporazione di Infostrada in WIND, completandosi così il processo di integrazione fra le due aziende.

Nel successivo mese di agosto WIND ha concluso con BLU (quarto operatore italiano di telefonia mobile) un contratto preliminare di cessione di ramo d'azienda, costituito principalmente dalla base-clienti, da un call-center e da 300 siti per stazioni radio-base.

Settore gas. La presenza di ENEL nella distribuzione e vendita di gas ha preso avvio nel 2000 con l'acquisizione del Gruppo **Colombo gas** e di minori distributori locali. Nel corso del 2001 e del primo semestre 2002, si sono aggiunte numerose altre acquisizioni (per un totale di circa 40 società ed un prezzo complessivo di circa 2 miliardi di euro), la principale delle quali è quella del 98,58% del capitale sociale della **Camuzzi Gazometri S.p.A.**, acquistato da "Mill Hill Investment N.V." in due successive fasi (la seconda conclusa nel

maggio 2002) con un investimento complessivo di 1.043 milioni di euro ed una valorizzazione dell'azienda di circa 1.050 euro per cliente, alquanto superiore a quella di altre imprese del settore, peraltro di minore efficienza.

Inoltre, a seguito di tale acquisizione, ENEL ha consolidato - in anticipo sui propri piani - la posizione di secondo operatore nel mercato della distribuzione del gas in Italia, con oltre 1,7 milioni di clienti ed una capacità distributiva superiore ai 3.000 milioni di metri cubi di gas ed è divenuto anche il secondo operatore nel settore della raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani ed industriali, attività secondarie già incorporate nella Camuzzi ed in altre delle società acquisite.

Come meglio si dirà in seguito (v. paragrafo 5.6.3), nel secondo semestre 2001 ha preso avvio il piano di riorganizzazione societaria del settore gas, il cui assetto, proprio per le modalità della sua costituzione attraverso una molteplicità di acquisizioni frazionate nel tempo di aziende aventi dimensioni e caratteristiche diversificate, presentava aspetti di notevole complessità, di disomogeneità, di scarsa efficienza. Tale piano è stato completato nel luglio 2002 e prevede che, al termine del processo di attuazione (presumibilmente entro il 2003), nel settore operino due sole società, cui faranno capo tutte le attività - rispettivamente - di distribuzione e di vendita.

Settore idrico. In questo settore, a differenza di quanto verificatosi in altri comparti, i progetti di espansione dell'ENEL non hanno conseguito risultati significativi.

Nel 2001, infatti, Enel.Hydro (la società del Gruppo cui è assegnato lo sviluppo delle attività nel settore) ha soltanto ottenuto, in consorzio con altri operatori, l'aggiudicazione delle concessioni per la gestione di risorse idriche negli ATO di Latina e del Sarnese Vesuviano e del sistema di grandi adduzioni degli acquedotti della Calabria; né ha potuto ancora raggiungere, a causa delle limitate dimensioni dell'attività svolta, i livelli di qualificazione necessari per partecipare autonomamente, o comunque in posizione non subordinata, alle gare nel mercato domestico.

E' venuto, inoltre, a mancare il principale obiettivo perseguito nel settore, e cioè l'acquisizione dell'**Acquedotto Pugliese - AQP**.

L'operazione era stata avviata nel settembre 1999, anche su sollecitazione dell'azionista di maggioranza; con DPCM del 9 marzo 2000 erano state disciplinate le modalità di cessione dell'AQP all'ENEL; queste prevedevano - fra l'altro - la determinazione del prezzo ad opera di un collegio di valutatori, che si è espresso nell'aprile 2001; dissentendo dalla determinazione così adottata (936 miliardi di lire), il Ministero del Tesoro si riservava la facoltà di adire l'Autorità giudiziaria, ai sensi degli artt. 1473 e 1349 cod. civ.; sorgevano altresì notevoli contrasti con le Regioni interessate (Puglia e Basilicata), per superare i quali l'ENEL proponeva un'ipotesi di

accordo basato sulla cessione alle Regioni di una quota del capitale sociale di AQP; la proposta non riceveva nessuna formale risposta, mentre - a sua volta - il nuovo Governo manifestava l'intenzione di rivalutare le modalità di cessione dell'Acquedotto a conclusione di un riesame dell'intero contesto giuridico, istituzionale ed industriale nel quale si inseriscono le attività e le prospettive dello stesso AQP; nel frattempo emergevano anche elementi che alteravano in misura significativa lo stato dei conti dell'AQP quale era stato considerato ai fini della determinazione del prezzo da parte del collegio dei valutatori.

Preso atto di tali sviluppi, il Consiglio di amministrazione dell'ENEL, nella riunione del 14 novembre 2001, ritenuto che il mutamento dei presupposti di contesto ed economici facesse venir meno in prospettiva l'interesse dell'iniziativa, anche in considerazione degli ulteriori ingenti investimenti che essa avrebbe richiesto, ha deliberato di rinunciare all'acquisizione dell'AQP.

Analogo esito negativo hanno avuto altre iniziative avviate all'estero ("Southern Water" e "Wessex Water" in Gran Bretagna), così come non si sono sinora concretizzate le trattative condotte con ENI/Italgas per la cessione delle attività idriche di questo Gruppo. Di conseguenza al momento Enel.Hydro ha un portafoglio costituito di sole quote di minoranza (tra l'8,5% ed il 22%) in iniziative di *partnership* in Italia.

Settore immobiliare e servizi. Nella precedente relazione si è data notizia delle *joint-venture* costituite da SEI con vari operatori internazionali: l'**Immobiliare Foro Bonaparte** con "American Continental Properties Inc." di New York, l'**Immobiliare Rio Nuovo** con "Deutsche Bank A.G.", la **Conphoebus Technology Service - CTS** con "Mitsubishi Electric Europe B.V."

Per quanto riguarda l'Immobiliare Rio Nuovo, peraltro, a fine 2001 SEI ha deciso di cedere la propria quota di partecipazione (49%) al *partner*, a causa di differenti valutazioni sulle strategie della società. Anche la *joint-venture* con Mitsubishi è entrata in crisi già nel corso del 2001 e CTS, la società partecipata congiuntamente, ha registrato perdite rilevanti in rapporto al modesto fatturato; SEI ha così deciso (luglio 2002) di risolvere gli accordi con Mitsubishi, rilevando la sua quota del 50% in CTS ad un prezzo pari alla metà del valore del patrimonio netto alla data della risoluzione, e di utilizzare la stessa CTS prevalentemente per servizi di climatizzazione negli immobili di società del Gruppo.

Nel settembre 2001 è invece divenuta operativa una *joint-venture* tra SEI e Fidis (società del Gruppo FIAT), che hanno dato vita alla società **Leasys** (partecipata da SEI al 49% con un apporto di circa 200 milioni di euro), per la gestione di flotte aziendali di autoveicoli. L'iniziativa è stata approvata dal Consiglio di amministrazione di ENEL S.p.A. in considerazione della possibilità

di ottimizzare il costo dei servizi di noleggio per le società del Gruppo ENEL, ma in vista anche delle favorevoli prospettive di mercato di tale attività.

Nel marzo 2002 è stato deliberato il trasferimento, da ENEL S.p.A. a SEI, della partecipazione detenuta dalla prima (per una quota del 98,76%) nell'altra società immobiliare del Gruppo, la **Dalmazia Trieste**, incaricata della valorizzazione e della successiva alienazione del patrimonio immobiliare residenziale. L'operazione, conclusa sulla base del valore di carico della partecipazione (pari a 324,6 milioni di euro), è stata decisa nel quadro della politica di razionalizzazione della gestione dei *business* nelle società di specifica competenza.

Le società estere. A decorrere dal 1999, nell'ambito del Gruppo Enel sono state acquisite o costituite numerose società all'estero per il perseguimento di diversificate finalità: si tratta di partecipazioni in società finanziarie, connesse ad operazioni di diversificazione ed espansione delle attività, in società per venture capital, in società di rappresentanza, per agevolare le attività estere di Enelpower, in società operative, nel settore delle energie rinnovabili, in società di scopo, anch'esse collegate come società di progetto alle attività di Enelpower.

Nel novembre 2001 il Consiglio di amministrazione di ENEL S.p.A. ha deciso un primo riassetto di questa articolata struttura, relativo alle partecipazioni nelle società finanziarie, allo scopo di renderla più funzionale

alle esigenze del Gruppo. In particolare, è stato previsto di concentrare in **Enel Investment Holding B.V.** (Olanda), la società costituita in occasione dell'acquisizione di Infostrada e che ora detiene circa il 39% del capitale di WIND: a) l'intera partecipazione di ENEL S.p.A. in **Enel Holding Luxembourg S.A. - EHL**, acquisita nell'ambito dell'operazione "Colombo gas" e poi destinata al ruolo di sub-holding in cui collocare le partecipazioni in società estere (a tale titolo ad essa è stata attribuita la partecipazione totalitaria in **Enel.Re**, la società irlandese di riassicurazione per le società del Gruppo); b) una partecipazione di minoranza (con una quota del 49%) in **Enel Green Power Holding S.A.** (Lussemburgo), costituita da ERGA in vista dell'acquisizione di CHI Energy e di EGI.

Una volta completate le operazioni di conferimento, EHL verrà posta in liquidazione; e la stessa soluzione è ipotizzata per l'altra società lussemburghese acquisita da ENEL S.p.A. nell'ambito dell'operazione "Colombo Gas", la **Enel Finance International S.A.**, divenuta poi la sub-holding per operazioni finanziarie sui mercati esteri, ove per la stessa non vengano individuate altre possibilità di utilizzazione.

Nel luglio 2002 analogo piano di riassetto è stato individuato per quanto riguarda le partecipazioni in società estere (WEBiz Holding BV, WEBiz 2 BV, WEBiz 3 S.A., Euromedia Luxembourg One S.A.; ad esse si aggiunge la società di diritto italiano Enel Capital S.p.A.) impegnate nelle attività di

venture capitale attraverso partecipazioni di secondo livello in società di scopo.

Il piano prevede l'accentramento di tali ultime partecipazioni in **WEBiz Holding**, il conferimento dell'intero pacchetto azionario di questa da ENEL S.p.A. ad Enel Investment Holding e la liquidazione di tutte le altre società preposte alle suddette attività.

Sulle linee strategiche perseguite dall'ENEL negli ultimi anni, i cui tratti essenziali sono stati illustrati nelle pagine che precedono, la Corte ritiene di esprimere le seguenti valutazioni, in parte riprendendo osservazioni svolte nella precedente relazione.

Si prende atto, in primo luogo, che la strategia di diversificazione/internazionalizzazione delle proprie attività ha rappresentato per ENEL una scelta in certo senso "obbligata": il ridimensionamento sul mercato domestico dell'elettricità, determinato dal decreto n. 79/99, con la conseguente perdita di fatturato e di margini, esigeva infatti di trovare adeguata compensazione allo scopo di: creare valore per l'azienda, così come richiesto dall'azionista di maggioranza; non disperdere il patrimonio di competenze e professionalità accumulato in quasi quaranta anni di attività; conservare al sistema - Paese un'azienda comparabile, per dimensioni e capacità industriali, con le maggiori concorrenti europee; impiegare

proficuamente le ingenti risorse rivenienti dalle cessioni imposte dal decreto. E tali obiettivi sono apparsi perseguibili solo attraverso l'estensione delle attività oltre il *core business* elettrico e con acquisizioni di aziende all'estero.

Ciò posto, non mancano tuttavia perplessità e preoccupazioni sui modi in cui le linee strategiche sono state in qualche caso attuate e sui risultati di alcune delle scelte in concreto effettuate.

Innanzitutto, vanno richiamate le perplessità sollevate nella precedente relazione circa la piena compatibilità delle missioni affidate a talune delle società, costituite o acquistate da ENEL, con la *ratio*, se non con la lettera, delle norme statutarie che ne definiscono l'oggetto sociale. Ai casi già ricordati in passato (delle società di riassicurazione, di *factoring*, di *venture capital*, di amministrazione del personale) si sono aggiunti successivamente quelli di "Leasys" (noleggio di flotte-auto aziendali) e di "Sfera" (formazione, sviluppo e riconversione professionale del personale), dopo la sua trasformazione da società consortile in società per azioni: tutti casi in cui alle caratteristiche intrinseche delle attività esercitabili, solo indirettamente o strumentalmente riconducibili ai settori operativi costituenti il *core business* dell'ENEL, si accompagna normalmente il loro svolgimento non limitato al mercato *captive* (interno al Gruppo), ma esteso al mercato esterno, che tende spesso a porsi come il mercato prevalente al fine di consentire la migliore utilizzazione e valorizzazione delle strutture, risorse e competenze impiegate nei settori prioritari.

Sul tema sono più volte intervenuti il delegato della Corte dei conti ed il Collegio sindacale della Società; quest'ultimo ha sostanzialmente ritenute ammissibili le iniziative in questione, affermando peraltro, con riferimento all'oggetto sociale statutario, che i suoi *"confini sono.... alquanto sfumati e restano, nonostante ogni sforzo analitico ed interpretativo, in certa misura indeterminati"* (verbale del 18 aprile 2002).

La Corte condivide le preoccupazioni del Collegio ed auspica pertanto una riscrittura delle norme statutarie che ne elimini le aree di dubbio, onde evitare una non sostenibile interpretazione estensiva e generalizzante, tale da consentire all'ENEL l'assunzione di partecipazioni in qualunque settore di attività, senza limiti e senza condizioni, sol perché mirata a valorizzare risorse già presenti nel Gruppo, o a trasformare, mediante la loro societarizzazione (*"spin off"*), strutture di servizio da centri di costo in potenziali centri di profitto.

In secondo luogo, deve constatarsi che il processo di diversificazione è stato portato avanti in tempi così accelerati e con ritmi di incremento così elevati da generare dubbi sulla sua sostenibilità: l'eccessiva proliferazione e varietà dei settori di intervento e la crescita esponenziale del numero delle società partecipate, in Italia ed all'estero, hanno comportato infatti la creazione di una struttura organizzativa estremamente complessa, nella quale possono facilmente determinarsi inefficienze nelle funzioni di coordinamento e controllo con conseguenti profili di rischio, e richiedono inoltre adeguate

risorse finanziarie e professionali in misure che il Gruppo al momento non sembra in grado di apprestare, tenuto anche conto della crisi che stanno attraversando le economie dei principali Paesi industrializzati e di un quadro normativo di riferimento non ancora stabilmente definito. A ciò aggiungasi che i mercati finanziari, da qualche tempo, mostrano di preferire le aziende concentrate sulle attività di *core business* e di voler penalizzare le *multiutilities* che, eccedendo nelle strategie di diversificazione, rischiano di trasformarsi in conglomerate.

Ancora: come già notato, per talune delle più recenti acquisizioni (in particolare: Infostrada, Viesgo, Camuzzi) sono stati pagati prezzi probabilmente superiori, in misura più o meno rilevante, ai valori di mercato calcolati secondo rigorosi parametri economici; ciò ha trovato di volta in volta motivazioni con la necessità per il Gruppo di inserirsi in nuovi mercati o di raggiungere rapidamente posizioni in grado di competere con le imprese *leader* del settore, ma ha anche inevitabilmente richiesto una notevole crescita dell'indebitamento e tempi più lunghi perché dalle nuove iniziative possano aversi adeguati ritorni sugli investimenti effettuati.

Da ultimo, come meglio si vedrà più avanti (paragrafo 5.6.7), la parte preponderante dei ricavi e degli utili della gestione ordinaria del Gruppo risulta provenire dalle attività tradizionali del *core business* elettrico. Per quanto riguarda gli altri comparti: le TLC non producono ancora utili (WIND nel 2001 ha registrato per la prima volta un MOL positivo); le imprese operanti nella

distribuzione del gas hanno sinora conseguito utili modesti; delle società derivate dalle ex-strutture di servizio, alcune trovano difficoltà ad affermarsi sui mercati esterni al Gruppo in modo tale da contribuire in misura significativa agli utili dello stesso, mentre altre hanno sinora piuttosto comportato perdite.

Conclusivamente, è avviso della Corte che il processo di diversificazione perseguito dal *management* dell'ENEL, pur necessario in quanto sola alternativa ad un destino di ripiegamento dell'azienda su una dimensione medio-piccola, inadeguata a confrontarsi - nello stesso mercato elettrico - con i grandi gruppi europei, abbia tuttavia conosciuto taluni eccessi, aprendosi a settori troppo lontani dalle attività di *core business* e dalle culture presenti in azienda, e non sia in grado di assicurare, in tutte le sue articolazioni e per una serie variegata di cause, i risultati attesi e posti a fondamento dei vari *business plan*.

Si ritiene, pertanto, che compito prioritario degli amministratori di ENEL sia ora quello di procedere ad una attenta riflessione sulle linee strategiche percorse negli ultimi anni, non per stravolgerle o per inseguire un impossibile ritorno ad un ENEL soltanto "elettrico", ma per giungere ad una realistica e razionale semplificazione della struttura del Gruppo, da focalizzare sui *business* che presentino effettive sinergie sul piano operativo ed offrano in prospettiva significative possibilità di crescita per il Gruppo, studiando per gli altri soluzioni che consentano un progressivo disimpegno non penalizzante.

Una delle prime iniziative del nuovo Consiglio di amministrazione (insediatosi a fine maggio 2002: v. più avanti, al paragrafo 4) ha riguardato una diversa configurazione della macrostruttura organizzativa che prevede il raggruppamento delle società partecipate in cinque principali aree di attività, coordinate dalla Capogruppo che, nell'esercizio della funzione di holding industriale, definisce anche gli obiettivi strategici del Gruppo; essa inoltre svolge per tutte le società controllate (esclusa WIND) la funzione di tesoreria centrale, provvede alla gestione e alla copertura dei rischi assicurativi, fornisce indirizzi ed assistenza in materia di organizzazione e relazioni industriali e in materia contabile-amministrativa, fiscale e legale.

Le cinque aree, cui è demandata la gestione della ottimizzazione economica e delle sinergie operative, sono (v. anche grafico seguente):

- Area Generazione ed Energy Management;
- Area Infrastrutture e Reti;
- Area Mercato;
- Area Telecomunicazioni;
- Area Servizi alle aziende ed Attività diversificate.

Non è compresa in tale ripartizione la società TERNA, in quanto se ne prospetta la fuoriuscita dall'ambito del Gruppo allo scopo di unificare in capo allo stesso soggetto proprietà e gestione della rete nazionale di trasmissione dell'energia elettrica.

A ciascuna delle suddette aree è preposto un dirigente responsabile, che riporta all'Amministratore delegato di ENEL S.p.A., al quale pertanto non fanno più diretto riferimento, come nella precedente struttura organizzativa di tipo "stellare", tutte le società controllate di primo livello (circa 25), oltre alle diverse funzioni di holding (in numero di 10). Dal nuovo schema organizzativo sono previsti conseguire benefici in termini di efficienza nelle funzioni di coordinamento e controllo della struttura.