

SENATO DELLA REPUBBLICA

XVII LEGISLATURA

Doc. XXIV
n. 73-A

RELAZIONE DELLA 10^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Industria, commercio, turismo)

(Relatore MUCCHETTI)

Comunicata alla Presidenza il 20 marzo 2017

ai sensi dell'articolo 50, comma 3, del Regolamento

SULLA RISOLUZIONE

approvata il 15 marzo 2017

ai sensi dell'articolo 50, comma 2, del Regolamento, a conclusione dell'esame dell'affare assegnato sui risultati delle principali società direttamente o indirettamente partecipate dallo Stato, con particolare riferimento agli ambiti di interesse della Commissione, sia sotto il profilo settoriale, sia sotto il profilo della concorrenza

INDICE

Relazione	<i>Pag.</i> 3
Testo della risoluzione	» 25

ONOREVOLI SENATORI. – Questa relazione accompagna la proposta di risoluzione, che impegna il Governo su 14 punti a conclusione dell'affare assegnato sui risultati delle principali società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato di interesse della 10^a Commissione sia sotto il profilo settoriale sia sotto il profilo della concorrenza. Le società analizzate sono ENI, ENEL, Poste Italiane, che è prossima a un rilevante collocamento di parte della partecipazione pubblica in Borsa, Leonardo, Terna e Fincantieri. L'analisi è stata effettuata e la risoluzione formulata prima della presentazione delle liste per i nuovi consigli di amministrazione, prevista per lunedì 20 marzo. Fincantieri ha rinnovato il vertice l'anno scorso, ma l'occasione è utile per fare il punto a quasi tre anni dal collocamento in Borsa.

Come venne spiegato al momento di deliberare l'affare assegnato, la Commissione si prefigge l'obiettivo di offrire al Governo e al Parlamento un approfondimento sulle prestazioni delle gestioni uscenti e sui relativi problemi di *governance*. A questo scopo si è fatto ricorso alla documentazione ufficiale delle società e alle audizioni degli amministratori delegati. La documentazione consiste soprattutto nei bilanci e, ove necessario, nelle relazioni infrannuali e nelle presentazioni per gli investitori. I capi azienda sono stati ascoltati dalla Commissione in audizioni durate ciascuna oltre due ore. Le audizioni sono state preparate con ampi questionari, in parte comuni e in parte specifici, predisposti dal relatore per rendere gli interventi dei *manager* più pertinenti alle materie d'interesse della Commissione, fatto salvo il diritto di ciascuna persona ascoltata di aggiungere quanto credesse opportuno per la miglior comprensione dei risultati aziendali. I capi azienda hanno lasciato copia della documentazione posta a base dei loro interventi. Si tratta di documenti di qualità informativa diversa da un'azienda all'altra. La Commissione ha pubblicato tutto sul proprio sito *web*. Il contributo dei colleghi, di maggioranza e di opposizione, ha consentito di migliorare le conoscenze di tutti. Ringraziamo dunque i capi azienda intervenuti per la loro disponibilità e ringraziamo anche, nell'occasione, il professor Fulvio Coltorti e le dottoresse Sonia Corradini e Virginia Fondacaro per la consulenza che hanno prestato al relatore nella riclassificazione e nell'interpretazione dei bilanci.

Prima di passare all'esposizione delle osservazioni relative alle singole società, ricorderò gli obiettivi perseguiti nell'analisi, in coerenza con lo schema già seguito tre anni fa.

In primo luogo, abbiamo ricostruito il rendimento per l'azionista misurato attraverso il TSR (*total shareholder return*) a partire dalla nomina dei consigli di amministrazione uscenti nel 2014 o, nel caso delle società che

sono state quotate in seguito, a partire dalla data di prima quotazione fino all'8 marzo 2017, data nella quale abbiamo concluso le audizioni. Il TSR deriva dalla variazione delle quotazioni del titolo tra le due date più i dividendi reinvestiti nelle azioni della società lungo tutto il periodo. Tale rilevazione ha anche lo scopo di misurare la remunerazione del capitale in ragione non solo delle convenienze a breve termine della compagine azionaria ma anche della sostenibilità dei conti nel medio e lungo termine ai fini dello sviluppo dell'impresa nel contesto del Paese. Poiché il Tesoro non reinveste i dividendi, il suo TSR è di regola più basso. Nel complesso delle sei società, il Tesoro ha ottenuto un TSR annuo del 3 per cento.

In secondo luogo, abbiamo centrato la nostra attenzione sui principali dati del conto economico e dello stato patrimoniale confrontando il resoconto disponibile più recente con il bilancio del 2013, l'ultimo delle passate gestioni. Il triennio esaminato è stato caratterizzato da un contesto non sempre favorevole, specialmente per le società più esposte alla concorrenza. Per alcune di queste (ENEL, ENI, Leonardo) si è trattato anche di gestire e ridurre esposizioni debitorie rilevanti, ereditate dalle gestioni precedenti che avevano effettuato acquisizioni ai prezzi e con le modalità di finanziamento di una stagione ormai passata. In questo quadro abbiamo messo in luce il peso, in qualche caso rilevante, delle attività immateriali (avviamenti e intangibili) tuttora presenti nei bilanci. Si tratta di poste attive il cui ammontare viene deciso dai consigli di amministrazione secondo i principi contabili che in Italia sono legge; nel caso degli avviamenti, il dato deriva dagli *impairment test*. Non di meno l'esperienza ci dice che quanto in un esercizio viene considerato congruo nell'esercizio successivo può essere sottoposto a cospicue svalutazioni.

In terzo luogo, il lavoro. Almeno quattro delle sei società (Leonardo, ENI, ENEL e Fincantieri) hanno una forte proiezione internazionale. È stata nostra cura far emergere ruolo e peso delle attività italiane, anche con riferimento, laddove le società hanno collaborato, agli organici e al relativo costo del lavoro. In questo quadro abbiamo chiesto le retribuzioni totali dei capi azienda, comprensive dei trattamenti previsti per fine rapporto o fine mandato ovvero per la sua risoluzione anticipata, essendo quelle dei presidenti dei consigli di amministrazione tutte limitate a 238.000 euro annui. I bilanci, naturalmente, dicono molto, ma non tutto. Per esempio, tacciono sui cosiddetti patti di non concorrenza con i quali l'azionista può comprare il silenzio del *top manageriale* in uscita. I bilanci nemmeno stimano la consistenza monetaria dei trattamenti finali, che possono essere anche assai cospicui. Sul punto non sempre abbiamo avuto risposte adeguate. Peccato. Se le avessimo avute, avremmo potuto calcolare il moltiplicatore della *total compensation* del numero uno rispetto al costo del lavoro italiano medio *pro capite* meglio di come abbiamo fatto. Si parla tanto di contrasto alle disuguaglianze e, al tempo stesso, di meritocrazia. Prima di commentare pro o contro la consistenza delle *top compensation*, che personalmente credo non possano prescindere del tutto dalle tendenze del mercato, sarebbe interessante conoscerle in assoluto e in re-

lazione al costo del lavoro medio *pro capite* italiano delle imprese. In fondo, più o meno questo prevede il *Dodd-Frank Act* negli USA.

In quarto luogo, laddove significativo, abbiamo affrontato i rapporti tra le attività regolate e il regolatore sia per quanto attiene la remunerazione in tariffa del capitale investito sia per quanto attiene la distorsione di taluni servizi di interesse pubblico.

In quinto luogo, abbiamo chiesto informazioni, ricevute in forma non sempre completa, sulle spese per pubblicità, sponsorizzazioni e relazioni esterne. Si tratta di cifre piccole in assoluto, ma potenzialmente grandi per i beneficiari i quali, talvolta, possono sostenere l'immagine commerciale e istituzionale delle imprese nonché la reputazione professionale dei capi azienda. Se e quando verrà approvato il disegno di legge sulla concorrenza (AS n. 2085) non ci sarà bisogno di chiedere tali informazioni. Sarà un obbligo esporle in dettaglio nel bilancio.

In sesto luogo, abbiamo interrogato i *manager* sui contenuti del mandato ricevuto dall'azionista. Terna ha risposto citando la convenzione con il Governo. Poste parlando in termini generali della sua funzione di azienda che persegue il profitto e, al tempo stesso, l'inclusione sociale. Fincantieri ha illustrato l'impatto della sua attività sui territori come capofila di un'intera filiera industriale. Le altre società sono state più generiche: hanno offerto informazioni sulle attività italiane, ma hanno detto poco sulla missione industriale. Non credo che tale reticenza vada imputata al *management* quanto al socio di maggioranza che, pur non avendo più azioni da vendere, tranne che per Poste Italiane, e quindi non avendo più un interesse di breve periodo all'apprezzamento del titolo, si preoccupa soprattutto di ricevere i maggiori dividendi possibili.

Abbiamo infine registrato un impegno diffuso nel contrasto alla corruzione, non di rado con accordi internazionali, ma anche una diversa sensibilità sulla clausola etica derivante dalla direttiva del Governo Letta.

Passiamo ora alle singole società.

POSTE ITALIANE

Iniziamo con Poste Italiane perché il Ministero dell'economia e delle finanze ha annunciato il prossimo collocamento in Borsa di una parte della partecipazione dello Stato allo scopo di ridurre il debito pubblico. Essendo questo l'obiettivo, è ragionevole immaginare che si tratti del 30 per cento detenuto direttamente dal Ministero dell'economia e delle finanze (MEF). Sul piano strategico, restando il 35 per cento di Poste Italiane in portafoglio alla Cassa depositi e prestiti, poco cambierebbe. I benefici della quotazione – più trasparenza, recupero di parte dei crediti verso lo Stato – sono già stati incassati con il primo collocamento. Sul piano degli interessi del venditore andranno considerati tre punti: il segnale virtuoso rispetto allo *stock* del debito pubblico; gli interessi passivi risparmiati sulla quota di debito pubblico cancellata con i proventi del collocamento; i dividendi ai quali lo Stato rinuncia vendendo le azioni. Alle quotazioni correnti il 30 per cento di Poste Italiane vale 2,5 miliardi, una cifra pari allo 0,11 per

cento del debito pubblico. Il risparmio sugli interessi pagati dalla pubblica amministrazione sul BTP decennale si aggira sui 35 milioni; i dividendi persi, stimando in 500 milioni il monte dividendi di Poste Italiane relativo al 2016, si aggirano sui 150 milioni. Si tratta di cifre indicative, naturalmente. Ma le cifre puntuali, calcolabili solo se e quando l'operazione verrà effettuata, non saranno molto diverse.

Queste previsioni di entrate e di uscite sembrano sconsigliare il collocamento in Borsa, ma se il pacchetto MEF fosse ceduto alla Cassa depositi e prestiti, le convenienze cambierebbero. Veniamo ora all'analisi.

Il consiglio di amministrazione uscente di Poste Italiane è stato nominato nel 2014. Le azioni della società sono state ammesse alla quotazione in Borsa il 27 ottobre 2015. Da quel giorno all'8 marzo 2017 il TSR è stato negativo per il 2,3 per cento contro un TSR del 16 per cento di Deutsche Post, l'azienda *leader* in Europa che tuttavia non ha più le attività bancarie ed è invece diventata un colosso della logistica. Rispetto all'indice *Stoxx Europe 600 Financial Services* negativo per lo 0,3 per cento, Poste Italiane presenta una *sottoperformance* per il 2 per cento.

Al TSR di Poste Italiane concorrono in negativo la flessione del titolo sotto il prezzo di collocamento e in positivo i dividendi erogati: 250 milioni nel 2015 e l'80 per cento almeno dell'utile netto 2016 non ancora ufficiale ma valutabile oltre i 700 milioni, proiettando sull'anno il dato dei primi 9 mesi. Nell'audizione del 6 marzo 2017, l'amministratore delegato uscente Francesco Caio ha sottolineato come l'azione Poste Italiane abbia comunque fatto meglio dell'indice FTSE MIB che misura i titoli principali della Borsa italiana.

Poste Italiane opera in quattro settori: recapito di corrispondenza e pacchi; raccolta di risparmio sia per conto della Cassa depositi e prestiti sia per conto proprio con i relativi servizi di pagamento; polizze assicurative nel ramo vita; *service provider* del sistema pubblico per la gestione dell'identità digitale, ancora agli albori. Il primo settore comprende anche il servizio universale che giustifica da sempre la diffusione capillare degli sportelli postali, tuttora 12.880. Tale servizio viene remunerato dallo Stato in base a un contratto di programma.

I ricavi consolidati di Poste Italiane sono in costante crescita, soprattutto per lo sviluppo nel settore assicurativo che comporta il consolidamento dei premi e dei proventi netti degli investimenti delle riserve tecniche di Poste Vita, ma anche degli accantonamenti a tali riserve e degli oneri relativi ai sinistri. La gestione uscente ha fatto una certa pulizia rispetto ai conti ereditati con il bilancio del 2013, quando i ricavi erano pari a 22,6 miliardi, l'Ebitda (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*, cioè il margine operativo lordo) pari a 1,9 miliardi, l'Ebit (*Earning before interest and taxes*, vale a dire il risultato aziendale *ante* oneri finanziari) pari a 1,3 miliardi e l'utile netto pari a un miliardo. Il bilancio 2014, il primo presentato da Caio, mostra ricavi per 24,5 miliardi, Ebitda calato a 1,3 miliardi, Ebit a 686 milioni e un utile netto ridotto a 212 milioni. Poste Italiane ha dovuto registrare nell'anno un incremento degli accantonamenti a riserve e degli oneri per sinistri superiore a quello dei ricavi e

dei proventi degli investimenti, un pesante incremento del costo del lavoro, in forza degli incentivi agli esodi pattuiti con i sindacati anche in seguito a sentenze della magistratura sulla stabilizzazione dei precari di precedenti gestioni. Pesa anche (75 milioni) l'azzeramento del valore di libro della partecipazione nella società di salvataggio dell'Alitalia, scesa nel frattempo dal 20 al 2 per cento a causa degli aumenti di capitale non sottoscritti. Nell'audizione in Commissione, l'amministratore delegato uscente ha escluso che Poste Italiane possa partecipare a un'eventuale, nuova ricapitalizzazione dell'ex compagnia di bandiera. Nel 2015 è iniziata una certa ripresa dei margini. I ricavi sono saliti a 30,7 miliardi, l'Ebitda a 1,46 miliardi, l'Ebit a 880 milioni e l'utile netto a 552 milioni. Nel 2016, la tendenza si conferma: i ricavi stanno salendo dell'8 per cento e l'utile del 30 per cento; di più si saprà il 15 marzo con l'approvazione del bilancio in consiglio di amministrazione. Al momento si può osservare come l'Ebit di Poste Italiane in relazione ai ricavi (4,6 per cento) sia superiore a quello della britannica Royal Mail (1,3 per cento) e sia inferiore a quello di Deutsche Post (5,7 per cento) e a quello di La Poste francese (7,3 per cento).

In questo contesto di ripresa dei conti consolidati, gli andamenti settoriali appaiono molto diversificati. Con la corrispondenza ormai ridotta quasi esclusivamente alle campagne di *marketing* e le consegne dei pacchi in lenta crescita (la quota di mercato resta ancora sotto il 13 per cento), il settore postale genera ricavi in calo e margini sempre più in rosso: 568 di Ebit negativo nel 2015. Banco Posta, invece, genera un Ebit di 930 milioni e Poste Vita uno di 487 milioni.

Nel triennio, lo stato patrimoniale consolidato di Poste Italiane è migliorato. Nel 2013 il patrimonio netto era pari a 7 miliardi. Tre anni dopo è salito a 9,6 miliardi. Poste Italiane aveva 51,7 miliardi di debiti finanziari e 1,4 miliardi di liquidità e mezzi equivalenti; a fine 2015, i debiti finanziari erano saliti a 57,5 miliardi e la liquidità a 3,1 miliardi. Si ricordi che i debiti finanziari nel caso di Poste Italiane sono diversi da quelli di altre società, trattandosi per lo più dei conti dei correntisti postali. La solidità patrimoniale del Banco Posta va dunque rivista alla luce del rapporto tra le attività ponderate per il rischio (bassissimo, non facendo credito) e il suo patrimonio di vigilanza. Tale rapporto, detto CET 1, è pari a 15,9 e risulta perciò più alto di quello della stessa Intesa Sanpaolo. Quanto a Poste Vita va rilevato che le sue riserve tecniche contengono plusvalenze non realizzate per 13 miliardi. Un contributo alla liquidità di Poste Italiane, infine, è venuto anche dall'azionista Stato che, in vista della quotazione, ha rimborsato una parte dei suoi debiti verso la società.

Poste Italiane è il terzo gestore di risparmio del Paese, dopo Unicredit e Intesa Sanpaolo. Amministra 493 miliardi: 323 di buoni fruttiferi e libretti per conto della Cassa depositi e prestiti, 121 di fondi e riserve dell'attività assicurativa, 49 di conti correnti propri. In osservanza della legge, investe in titoli dell'Eurozona i fondi provenienti dalla clientela privata e fino al 50 per cento in titoli pubblici italiani. Poste Italiane dunque detiene circa 130 miliardi di debito pubblico domestico. È il maggior sottoscrittore di

obbligazioni pubbliche italiane. Un impegno destinato a salire in cifra assoluta e a scendere in percentuale sulle masse gestite in aumento per la naturale tendenza del gestore a diversificare il rischio Paese. Il rapporto con Cassa depositi e prestiti, primo azionista di Poste Italiane, rende commissioni per 1,6 miliardi. La convenzione scade nel 2019. Se la Cassa depositi e prestiti conserverà o accrescerà la sua posizione nella compagine azionaria, il rinnovo della convenzione costituirà un banco di prova della *governance* di Poste Italiane sotto il profilo dei rapporti tra parti correlate.

Sul piano strategico, è aperto da tempo tra gli economisti d'impresa un contrasto di opinioni tra chi sostiene l'assetto tradizionale del gruppo e chi vorrebbe separare Poste Vita e Banco Posta, che svolgono attività in concorrenza con banche e compagnie di assicurazione, dalle attività di recapito e di logistica, che ricevono il contributo pubblico per il servizio universale. La soluzione scissionista si appoggia in parte all'esperienza tedesca della separazione di Post Bank da Deutsche Post, ma non ha mai trovato udienza nell'azionista pubblico e non l'ha trovata nemmeno nell'amministratore delegato uscente. Anche Caio ritiene Poste Italiane un'azienda fatalmente unitaria, fondata su una rete grazie alla quale il pubblico ha accesso a tutti i servizi sulla base di un unico rapporto fiduciario. Quanto al dubbio che il contributo per il servizio nazionale possa essere considerato un aiuto di Stato indebito, Caio ha chiarito che tale contributo, ormai sceso a 260 milioni, copre solo parzialmente i costi determinati dal mantenimento degli sportelli non economici. Lo sbilanciamento, ha detto in Commissione, supera gli 800 milioni annui e viene riequilibrato con i margini realizzati dalle altre attività.

Sul piano meramente teorico, si potrebbe argomentare che la cessione delle attività finanziarie certo diminuirebbe i margini correnti dell'azienda, ma comporterebbe anche un incasso con il quale finanziare lo sviluppo nella logistica e nei servizi digitali. Sul piano pratico, il *break up* di Poste Italiane si giustificerebbe soltanto con un piano industriale di sviluppo che potrebbe rivelarsi in breve velleitario, mentre gli equilibri illustrati da Caio consentono al Governo di risparmiare 800 milioni di spesa pubblica che, in caso di *break up*, andrebbero dedicati al servizio universale. La chiusura degli sportelli non economici, del resto, incontra elevate resistenze, emerse anche durante l'audizione da parte dei colleghi. Gli sportelli postali vengono ritenuti una irrinunciabile forma di presidio del territorio da parte dello Stato a protezione dei soggetti più deboli.

Poste Italiane è l'azienda domestica con il maggior numero di dipendenti: 140.454 al 30 settembre 2016, il 3,3 per cento in meno rispetto al 2013. Il costo del lavoro *pro capite* supera di poco i 41.000 euro.

La retribuzione totale dell'amministratore delegato è stata pari a 1,1 milioni nel 2015.

Poste Italiane ha aumentato le spese per relazioni esterne (pubblicità, sponsorizzazioni e altro) nell'anno della quotazione arrivando a 78,3 milioni. Nel 2016 stanno calando di un terzo, soprattutto avendo dimezzato la spesa pubblicitaria dopo il picco legato al collocamento in Borsa.

Lo statuto di Poste Italiane ha conservato la clausola etica, derivante dalle direttiva Saccomanni e approvata dall'assemblea del 24 giugno 2013, anche dopo la quotazione.

Non risultano inchieste giudiziarie a carico dell'amministratore delegato e del presidente.

ENI

Dalla nomina di Claudio Descalzi ad amministratore delegato, avvenuta l'8 maggio 2014, all'8 marzo 2017, data di chiusura della nostra analisi, ENI ha dato un TSR negativo per il 6,8 per cento contro un TSR positivo del 4,4 per cento di Total, la compagnia petrolifera europea più paragonabile, ancorché sostenuta dalla raffinazione a bocca di pozzo, e i TSR negativi del 6,4 per cento della norvegese Statoil e del 33,4 per cento della americana ConocoPhillips, più comparabili per dimensione e *mix* produttivo. Rispetto all'indice globale *MSCI Worldwide Energy*, che nel periodo ha perso il 21,5 per cento, invece, ENI realizza una *sovrapformance* del 14,9 per cento. Questi andamenti dipendono soprattutto dal crollo del prezzo del petrolio e dagli effetti che tale crollo ha avuto sulle *international oil company*, ciascuna con il proprio peculiare *mix* produttivo, generato dalle diverse storie aziendali. Il TSR di ENI soffre il calo delle quotazioni del titolo, compensato, ma solo in parte, dai dividendi erogati.

L'andamento dei prezzi del petrolio e del gas incide in misura assai pesante sui conti delle compagnie. La caduta della domanda fa il resto. L'elasticità del risultato ENI rispetto al prezzo del barile venne in passato stimata dalla stessa società in 200 milioni per la variazione di un dollaro. Il punto fu contestato dall'amministratore delegato uscente, Paolo Scaroni, nell'audizione di tre anni fa. Non ne tenemmo conto perché i grafici di lungo periodo dei risultati ENI e del Brent mostrano andamenti correlati.

Il barile, dunque, si apprezzò costantemente durante le lunghe gestioni di Vittorio Mincato e Paolo Scaroni ed ENI chiuse i bilanci con utili robusti, ancorché fossero più solidi quelli del primo rispetto a quelli del secondo. Nell'ultimo triennio, invece, il barile ha subito crolli verticali che hanno determinato un calo medio del 60 per cento rispetto al periodo 2011-2013. Al termine dell'audizione dell'8 marzo 2017, l'amministratore delegato uscente, Claudio Descalzi, ha attribuito al contesto sfavorevole un impatto negativo per 14,6 miliardi, al netto delle variazioni dei cambi, sul margine operativo, che viene corretto solo per 1,1 miliardi dalla ripresa dei margini della raffinazione e della chimica. Di qui l'obbligo delle pesanti svalutazioni delle riserve che vedremo.

Nell'audizione, Descalzi ha dato conto anche delle radicali trasformazioni del mercato del gas, per effetto della crescente incidenza delle fonti non convenzionali, in particolare dello *shale gas*, nella logistica (crescente importanza della liquefazione-trasporto marittimo-rigassificazione rispetto ai grandi gasdotti internazionali) e nella formazione dei prezzi (negoziati di volta in volta all'*hub* o contrattualizzati a lungo termine secondo formule *take or pay*). Ebbene, è almeno dal 2010 che si potevano leggere

gli effetti delle fonti non convenzionali nella divaricazione dei prezzi *spot* all'*hub* rispetto a quelli collegati al barile, tipici dei contratti storici *take or pay*. Nella gestione precedente, ENI riteneva che tale divaricazione fosse temporanea e che la forbice fosse destinata a chiudersi presto. La Commissione fu di parere diverso. Nell'ultimo triennio, ENI ha rivisto le posizioni, correlando ai prezzi dell'*hub* il 90 per cento dei volumi intermediati quando nel 2013 l'80 per cento dei volumi era ancora correlato al petrolio. E in questo quadro ha potuto rinegoziare i contratti *take or pay*, specialmente quelli con la Russia, recuperando 1,6 miliardi dei 2 a rischio.

Veniamo ai conti. Gli effetti del contesto sfavorevole sui bilanci possono essere sintetizzati in pochi numeri.

Nel 2013, a parità di perimetro, e cioè senza contare Saipem perché deconsolidata l'anno scorso, ENI aveva registrato ricavi per 104,1 miliardi, con un Ebitda (margine operativo lordo, prima degli ammortamenti e delle svalutazioni) di 20 miliardi, un Ebit (margine operativo netto) di 9 miliardi e un utile netto di quasi 6 miliardi.

Nel 2016, i ricavi sono scesi a 55,7 miliardi, mentre l'Ebitda si ferma a 9,6 miliardi, l'Ebit a 2,2 e il risultato netto di competenza dei soci ENI è negativo per 1,4 miliardi.

Nel valutare questi numeri, anche ai fini di ragionare sul futuro, bisogna tenere conto di otto punti:

a) nel 2013, ENI supporta il risultato con 5,6 miliardi di plusvalenze, nei due anni precedenti ne aveva registrate per altri 4,3 miliardi; nel 2016, ENI non supporta il risultato con plusvalenze e nei due anni precedenti ne registra per soli 600 milioni;

b) nel triennio 2014-2016, ENI ha effettuato svalutazioni di *asset*, soprattutto riserve, per 8,5 miliardi con una modesta ripresa di valore, alla fine, di meno di mezzo miliardo nel triennio precedente, svalutazioni per 4,2 miliardi, soprattutto di società e contratti *take or pay*;

c) le plusvalenze 2013 erano costituite per 3,3 miliardi dal guadagno fatto cedendo il 28,6 per cento del giacimento *offshore* scoperto in Mozambico e non ancora messo in produzione; una seconda quota di quel giacimento e il 40 per cento del giacimento egiziano di Zhor sono in fase di cessione e le relative plusvalenze saranno registrate nel bilancio 2017; l'azienda giustificava e giustifica queste cessioni con il vantaggio di incassare subito i margini operativi futuri, attualizzandoli naturalmente, ma anche riducendo i rischi operativi, legati all'*execution*, ai prezzi e ai rischi legati al quadro politico di Paesi difficili;

d) a queste cessioni di quote dei nuovi giacimenti scoperti e non ancora produttivi, che ENI battezza *dual exploration model*, si accompagna un incremento delle riserve certe, che arrivano a 7,5 miliardi di barili equivalenti, uno in più rispetto al 2013, e delle riserve complessive, che arrivano a 29,1 miliardi di barili equivalenti, più 33 per cento rispetto a tre anni fa; un incremento che viene realizzato interamente attraverso scoperte proprie, e perciò con investimenti calanti, i più bassi tra le *interna-*

tional oil company secondo ENI, e dunque con margini unitari elevati e crescenti;

e) ENI dichiara un rilevante incremento della produzione, che sale da 1,619 milioni di barili equivalenti di petrolio del 2013, in calo del 6,7 per cento rispetto ai risultati raggiunti dalla gestione Mincato nel 2005, a 1,850 milioni di barili dell'ultimo trimestre 2016, con un incremento del 14,3 per cento rispetto a tre anni fa;

f) nel 2013, i settori *gas & power, refining & marketing* e chimico presentavano un Ebit negativo rispettivamente per 2,9, 1,5 e 0,7 miliardi; tre anni dopo, l'Ebit resta negativo per 400 milioni nel *gas & power*, con previsione di ritorno in nero quest'anno, Ebit positivi per 500 e 300 milioni negli altri due settori;

g) nel triennio 2014-2016, con il barile al prezzo medio di 64 dollari, ENI ha realizzato, secondo i calcoli aziendali presentati alla Commissione, un flusso di cassa operativo di circa 35 miliardi; nel triennio precedente, con il barile medio a 110 dollari, tale flusso era stato di 37 miliardi, con un contributo di 2 miliardi da SNAM ceduta nel 2013; grazie al taglio dei costi, la copertura organica degli investimenti, la cosiddetta neutralità di cassa, viene raggiunta con il barile a 46 dollari, mentre nel 2013 serviva un barile a 127 dollari; nel 2016 ENI ottiene un flusso di cassa operativo di 9 miliardi analogo a quello di Statoil e doppio rispetto al flusso di ConocoPhillips; tale flusso è invece poco più della metà di quello di Total, la quale però ottiene un *free cash flow* (flusso di cassa operativo dopo gli investimenti) negativo per poco più di un miliardo contro un *free cash flow* di ENI positivo per oltre un miliardo;

h) in questo sfavorevole contesto, ENI osserva una buona disciplina finanziaria: pur destinando a dividendi 9,6 miliardi per cassa nel triennio, contiene l'indebitamento finanziario, al netto della liquidità e di altri mezzi finanziari, sui 13 miliardi contro i 15 del 2013. Il dato si giova del rimborso di 5 miliardi ottenuto da Saipem (che resta comunque nell'area pubblica) e dell'incasso atteso, ma non ancora effettuato, derivante dalla cessione del 40 per cento di Zhor; il saldo tra le due voci scende, così da 15 ai 13 miliardi. Va notato che molte altre *majors* hanno pagato in azioni i dividendi con l'effetto di non gravare sul debito, che comunque sale, ma anche di diluire i soci.

Con il deconsolidamento di Saipem, ENI diminuisce certo i ricavi, ma, date le caratteristiche del *business*, ancor più l'occupazione. E tuttavia, a parità di perimetro, ENI continua a contare 33.000 dipendenti diretti. La riduzione degli organici nel triennio si contiene nell'1,4 per cento mentre nel mondo l'industria petrolifera ha tagliato 440.000 posti di lavoro. In Italia ENI ha 20.766 dipendenti, meno 0,7 per cento rispetto al 2013. Il costo del lavoro cresce dell'1,2 per cento in Italia e cala dello 0,4 per cento all'estero. Il costo del lavoro medio italiano si aggira sui 57.000 euro.

La *total compensation* dell'amministratore delegato è stata di 3,483 milioni nel 2015; secondo l'azienda, è pari a 61 volte la retribuzione media

dei dipendenti italiani. Sempre secondo l'azienda, la retribuzione del *top manager* in questo mandato risulta inferiore del 56-59 per cento rispetto alla media dei colleghi delle altre *oil company*, uno scarto superiore a quello del 35-38 per cento registrato dal predecessore nel triennio precedente.

Le spese per le relazioni esterne (pubblicità, sponsorizzazioni) sono calate dai 200 milioni del 2013 agli 85 milioni del 2016, comprensivi anche dei costi dell'agenzia di stampa AGI.

ENI non ha nello statuto la clausola etica, indicata dalla direttiva Saccomanni. L'assemblea dei soci dell'8 maggio 2014 respinse la proposta del Tesoro. ENI ha tuttavia sottoscritto numerosi accordi internazionali per il contrasto alla corruzione. È la prima società italiana a ricevere la certificazione ISO 37001 che comprende anche la *compliance* anticorruzione.

L'amministratore delegato e alcuni alti dirigenti sono stati inquisiti dalla procura di Milano per il presunto pagamento di tangenti in Nigeria. La procura ha chiesto il rinvio a giudizio. Il consiglio di amministrazione di ENI, considerate le verifiche effettuate anche da studi legali internazionali, ha ritenuto corretto il comportamento dei *manager* che hanno pagato il giacimento in questione direttamente al Governo nigeriano. Il giudice deciderà nei prossimi mesi. La sentenza sarà molto rilevante intanto in quanto stabilirà se una società italiana sia o non sia corresponsabile dell'uso che viene fatto del pagamento ricevuto da parte del Governo di un Paese estero che non fa parte della *black list* stilata dal Governo italiano.

TERNA

Dalla nomina di Matteo Del Fante ad amministratore delegato, avvenuta il 27 maggio 2014, all'8 marzo 2017, giorno nel quale chiudiamo la nostra analisi, Terna ha dato un TSR del 31 per cento contro il 27 per cento ottenuto dalla società estera più paragonabile, la britannica National Grid, e contro il 2,5 per cento dell'indice *Stoxx Europe 600 utilities*. Rispetto a tale indice globale Terna mostra una *sovrapformance* del 29,9 per cento. Nel periodo, la società non ha acquistato azioni proprie a sostegno delle quotazioni né, come ha precisato Del Fante nell'audizione del 27 febbraio, ha in programma di farlo in futuro.

Il TSR di Terna si fonda in misura equilibrata sia sulla rivalutazione del titolo (da 3,9 a 4,4 euro circa) sia sui dividendi (1,2 miliardi nel periodo). Il *pay out* (percentuale sull'utile) risulta inferiore alla media del settore. Diversamente dalla precedente, che aveva integrato i risultati dell'attività caratteristica con i profitti e la monetizzazione di investimenti in settori non caratteristici, la gestione uscente ha lavorato quasi esclusivamente nel *core business*, sottoposto a regolazione, e cioè nel mantenimento e nello sviluppo della rete di trasmissione dell'energia elettrica in alta e altissima tensione sul territorio nazionale (1,7 miliardi di utili nel triennio). Le iniziative in attività non regolate e all'estero (Cile, Uruguay e Brasile)

sono contenute (110 milioni di utili, sempre nel triennio). Da notare, comunque, la promozione delle fonti rinnovabili che, diversamente da quanto accadde con la gestione precedente che realizzò in proprio una società di produzione fotovoltaica in aree di proprietà per poi venderla, si limita a lavori per conto delle Ferrovie dello Stato nel quadro degli accordi per l'acquisizione della rete delle medesime. Se ne vedranno i margini, anche tenendo conto dell'esaurimento dei conti energia.

La società gode di una storica garanzia del regolatore sui ricavi. Essa si basa sulla remunerazione di una quantità minima di energia trasmessa che, pure in quest'ultimo triennio, si è rivelata superiore a quella reale. In seguito al calo dei tassi di interesse, l'AEEGSI (Autorità per l'energia elettrica il gas e il sistema idrico) ha ridotto il WACC (*weighted average cost of capital*) dal 7,2 per cento dell'ultimo triennio della gestione precedente al 6 per cento medio del periodo 2014-2016. Il nuovo piano 2017-2021 considera stabile il WACC del 5,3 per cento accordato per il biennio 2016-2017. Ciò nonostante, i ricavi sono aumentati del 17 per cento e l'Ebitda (margine operativo lordo prima degli ammortamenti e delle svalutazioni) del 12 per cento mantenendosi stabile su valori pari ai tre quarti dei ricavi. Questo buon risultato gestionale è stato favorito dal contenimento dei costi operativi e dall'ampliamento della struttura industriale ottenuto attraverso rilevanti investimenti remunerati in tariffa secondo il WACC. Ai fini regolatori la struttura industriale si contabilizza nella RAB (*Regulatory asset base*), che nel triennio è aumentata dai 12,3 miliardi del 2013 ai 14,5 miliardi stimati per il 2016. Gli investimenti vengono registrati nella RAB entro un anno dalla loro entrata in funzione.

Terna presenta uno stato patrimoniale solido. I debiti finanziari a settembre 2016 sono pari a 8,7 miliardi, mentre la liquidità e i mezzi equivalenti si attestano a 558 milioni. Al 31 dicembre 2013 le stesse poste erano pari a 8,8 e a 1,6 miliardi. Un leggero appesantimento, dunque, al quale tuttavia corrisponde un rapporto tra debiti finanziari e patrimonio che migliora, scendendo dal 287 per cento al 245 per cento, e un rapporto tra debiti ed Ebitda che anch'esso migliora, passando da 6 a 5,6 volte. In audizione, Del Fante ha ricordato come nel triennio i debiti finanziari netti siano stati in media pari al 55 per cento della RAB con un costo medio dell'1,5 per cento. Questi equilibri si riflettono sul *rating* di Terna che resta *investment grade*, un *notch* sopra la Repubblica italiana per Moody's e S&P, allo stesso livello per Fitch.

Tra i costi ridotti si sottolinea quello del lavoro. Gli organici scendono da 3.440 unità a 3.388. Il loro costo consolidato cala da 281 a 265 milioni, quello *pro capite* da 81.000 a 78.000 euro, principalmente per il ricambio generazionale. La *total compensation* annua dell'amministratore delegato è pari a 1,96 milioni, pari a 25 volte il costo del lavoro medio *pro capite*.

Rispetto al predecessore, secondo la documentazione presentata, Del Fante ha compensi totali inferiori del 38 per cento e si colloca nella fascia mediana rispetto ai colleghi delle società estere paragonabili.

Le spese per relazioni esterne (pubblicità, sponsorizzazioni e relazioni istituzionali) sono state di 11,9 milioni nel triennio e tendono a decrescere.

Terna non ha solo il compito di sviluppare e mantenere l'infrastruttura fisica, ma ha anche la responsabilità di assicurare il funzionamento del mercato elettrico che non deve mai dare luogo a *black out* o a cali di tensione. A questo scopo Terna collabora con l'AEEGSI fornendole in tempo reale le informazioni sull'andamento dei mercati. Nella primavera del 2016 si sono registrati picchi anomali nei prezzi dei servizi di dispacciamento soprattutto in Puglia. Su tale fenomeno, che suscitò l'allarme e la riprovazione della Commissione e del Ministero dello sviluppo economico, è in corso un'indagine dell'AEEGSI al termine della quale si potrà quantificare ufficialmente il profitto straordinario realizzato dagli operatori (ENEL, Sorgenia e alcuni grandi *trader*) attraverso l'exasperazione degli arbitraggi tra il Mercato del giorno prima e il Mercato dei servizi di dispacciamento e si potranno anche verificare i tempi di reazione al fenomeno di Terna e della stessa AEEGSI. Nell'audizione di Del Fante e in quella dell'AEEGSI, fatta a suo tempo, azienda e Autorità hanno detto di essere state tempestive. È evidente che, ove non si dimostrasse che non ci sono state speculazioni rilevanti, contrariamente a quanto si è creduto nell'estate scorsa, o Terna o l'AEEGSI hanno avuto riflessi lenti.

Lo statuto di Terna prevede precisi requisiti di professionalità e di indipendenza per gli amministratori. Non contiene, perché venne bocciata in assemblea, la clausola etica della direttiva Saccomanni.

ENEL

Dalla nomina dell'amministratore delegato Francesco Starace, avvenuta il 22 maggio 2014, all'8 marzo 2017, ENEL ha dato un TSR positivo per il 16,8 per cento contro il TSR negativo delle altre maggiori imprese elettriche europee: meno 61 per cento la francese Edf, del 50 per cento e del 36,9 per cento per le tedesche Rwe ed E.on. L'indice *Stoxx Europe 600 utilities* è tuttavia cresciuto del 2,5 per cento. Rispetto a tale indice globale, dunque, ENEL mostra una *sovraperformance* del 14,2 per cento.

Certi andamenti vanno tuttavia contestualizzati: Edf paga il prezzo della fusione con Areva, Rwe ed E.on sono penalizzate dalla fuoriuscita dal nucleare decisa dal Governo di Berlino; molte delle maggiori imprese elettriche, sia pure in misure diverse, mostrano le ferite, sotto la forma della svalutazione delle partecipazioni, inferte da politiche di espansione internazionale che hanno dato insufficienti ritorni. Ciò detto, il TSR di ENEL deriva non tanto dall'andamento del titolo, rimasto sostanzialmente fermo, quanto dai dividendi che si aggirano sui 5 miliardi per cassa nel periodo. Nell'ultimo triennio della gestione precedente, il monte dividendi era stato ridimensionato per avere risorse con cui rimborsare una parte dei debiti finanziari. Con la gestione uscente, il monte dividendi è risalito da 1,2 a 1,8 miliardi. E ora ENEL intende spendere due miliardi per acquistare azioni proprie, attraverso programmi di *buy back*. Tale iniziativa, che di solito in Borsa si prende per sostenere le quotazioni, è stata questa volta giustificata dall'amministratore delegato per stabilire un tetto, in termini di

multipli, ai valori sui quali sta negoziando l'acquisizione delle minoranze azionarie di alcune società del gruppo in America Latina.

In un triennio contrassegnato dal calo della domanda elettrica in Italia (effetto della crisi e della maggior efficienza nell'uso dell'energia), dalla leggera ripresa dei consumi nella penisola iberica e dal rallentamento della crescita o anche da casi di decrescita in America Latina, ENEL ha ridotto il fatturato ma ha difeso i margini.

La gestione precedente aveva lasciato un 2013 con ricavi per 80,5 miliardi, un Ebitda di 15,8 miliardi e un utile netto di 3,2 miliardi (sostenuto da circa un miliardo di plusvalenze derivanti dalla cessione di Artic Gas e altre partecipazioni minori). La gestione uscente consegna un 2016 con ricavi per 70,5 miliardi, un Ebitda di 15,2 miliardi e un utile netto di 3,2 miliardi, senza particolari partite straordinarie. Da sottolineare come nel 2014 l'utile fosse sceso a mezzo miliardo per effetto delle svalutazioni effettuate sulle acquisizioni del passato. Il gruppo ENEL, dunque, si è fatto un po' meno grande ma più redditizio.

ENEL non dichiara spese per ricerca e sviluppo. Nel 2015 le francesi EdF ed ENGIE ne dichiarano, rispettivamente, per 555 milioni e per 191 milioni, la spagnola Iberdrola per 200 milioni, le tedesche RWE ed E.on rispettivamente per 101 e per 20 milioni. Alcune imprese elettriche, dunque, fanno ricerca e innovazione, altre, come ENEL, fanno solo innovazione, acquistando e combinando i frutti della ricerca altrui secondo uno schema che, in Italia, è tipico della media e piccola impresa.

Un certo miglioramento si registra anche nello stato patrimoniale. Nel 2013, ENEL dichiarava un patrimonio netto consolidato pari a 52,8 miliardi (16,9 dei quali di pertinenza dei soci di minoranza di talune società del gruppo), avviamenti e attivi intangibili per 28,8 miliardi, debiti finanziari per 58,3 miliardi e liquidità e mezzi equivalenti per 8 miliardi. Nel 2016, dati al 30 settembre, ENEL dichiara un patrimonio netto di 53,4 miliardi (con una quota di pertinenza dei terzi invariata), avviamenti e intangibili per 25,3 miliardi, debiti finanziari per 49,2 miliardi e liquidità e mezzi equivalenti per 6,4 miliardi. Nell'audizione del 2 marzo 2017, la società ha vantato anche un miglioramento della posizione finanziaria netta negativa da 39,7 a 37,6 miliardi. La posizione finanziaria netta è la somma algebrica tra i debiti, sempre certi, e la liquidità più i mezzi finanziari equivalenti, anch'essi certi, nonché attività finanziarie a breve e a lungo termine che non hanno lo stesso grado di certezza.

Da notare, comunque, l'ancora elevatissima consistenza delle attività immateriali (intangibili e avviamenti) e il costo del debito (5 per cento contro l'1,5 per cento di Terna). In entrambi i casi si tratta delle conseguenze dell'espansione internazionale perseguita dalla gestione precedente. Le attività immateriali, in particolare gli avviamenti, derivano dai prezzi pagati per le acquisizioni, quella della spagnola Endesa soprattutto. Il costo del debito non si giustifica con la sola minor esposizione alle attività regolate rispetto a Terna, ma deriva anche e soprattutto dagli interessi sulle obbligazioni emesse per finanziare l'acquisizione di Endesa e sugli strumenti ibridi emessi nel 2013 per salvaguardare il *rating* evitando

l'alternativa di un ulteriore aumento di capitale. ENEL infine ha l'esigenza di bilanciare il capitale di rischio investito in America Latina con un certo indebitamento in valute locali per governare gli effetti delle variazioni dei cambi, un esercizio di prudenza che comporta il pagamento di interessi elevati.

Considerando questi dati, andrà ulteriormente valutata l'idea di aumentare ulteriormente il *pay out* di ENEL.

La scelta multinazionale, in ogni caso, non è mai stata messa in discussione, ancorché sia stata interrotta e ridimensionata con 11 cessioni per 8 miliardi (il 22 per cento di Endesa e la Slovenské elektrárne le principali), spesso preparate da svalutazioni. La gestione uscente ha effettuato 8 acquisizioni di minor calibro (2,7 miliardi, metà dei quali impegnata sulla brasiliana Celg Distribuição, e poi Metroweb). Da sottolineare positivamente la razionalizzazione delle partecipazioni sudamericane in capo a Endesa, peraltro avviata dai predecessori. Questa operazione ha elevato da 21 a 37 miliardi di euro il valore complessivo di mercato di Endesa, ENEL Americas ed ENEL Chile; la quota di competenza ENEL di tali società sale da 19 a 23,4 miliardi, come si ricava dalle comunicazioni dell'amministratore delegato alla Commissione.

Oggi ENEL è presente con 62.080 dipendenti in 22 Paesi di quattro continenti. Cinque le principali società del gruppo quotate in Borsa: ENEL, Endesa, ENEL Americas, ENEL Chile ed ENEL Russia. L'Italia assorbe il 52 per cento del personale e genera il 44 per cento dell'Ebitda, pari a 6,6 miliardi. Singolare l'incremento del costo del lavoro in assoluto e *pro capite* nonostante la riduzione degli organici (da 33.405 a 31.956 dipendenti) e un certo ricambio generazionale (1.783 nuove assunzioni). Il dato *pro capite* colpisce: da 67.000 a 79.000 euro nel triennio. Un più 5,5 per cento l'anno a prima vista poco comprensibile in tempi di inflazione zero, ma che si spiega con gli incentivi agli esodi, senza paragoni negli altri grandi gruppi italiani, e con il rilascio di passività iscritte in bilancio relative a benefici ai dipendenti come lo sconto energia.

La più generale discrepanza tra numero dei dipendenti italiani e margine domestico, come la società ha spiegato nell'audizione, deriva principalmente dal peso maggiore che in Italia hanno le attività di rete e di distribuzione. Del resto, ENEL tende a concentrarsi nelle attività regolate e quasi regolate dalle quali nel 2016 deriva tre quarti del margine italiano. Assai rilevante sotto questo profilo resta il ritorno sulle attività regolate (Ebitda del 18 per cento sulla RAB) grazie anche a un WACC leggermente superiore a quello di Terna (5,6 per cento contro 5,3 per cento). Nettamente meno elevato appare il ritorno previsto per l'investimento nella rete fibra ottica per le telecomunicazioni attraverso ENEL *Open Fiber*: 300 milioni su investimenti per 3 miliardi a regime nel 2021, ossia il 10 per cento, secondo quanto comunicato il 22 novembre a Londra da ENEL agli analisti; nella documentazione per la Commissione, l'investimento sale a 3,9 miliardi senza che vengano indicati ritorni; oralmente, l'azienda dice che il ritorno salirebbe all'11 per cento. A proposito di ENEL *Open Fiber* vanno sottolineate l'incertezza di queste previsioni e

la scarsa correlazione tra il rischio e il rendimento: l'attività elettrica regolata, più redditizia, appare pressoché priva di rischi commerciali e industriali, mentre l'investimento nelle infrastrutture per le telecomunicazioni, meno redditizio, comporta non trascurabili rischi di *execution* e di concorrenza con un *incumbent* come Telecom Italia che, peraltro, si prefigge un ritorno addirittura inferiore a quello del *challenger* ENEL.

Materie sensibili sono anche il posizionamento di ENEL nella generazione elettrica e nella ridefinizione della liberalizzazione, avviata nel 2007, attraverso l'abolizione del servizio di maggior tutela. Va sottolineato l'impegno per la concentrazione delle imprese che usano la tecnologia fotovoltaica attraverso la *joint-venture* tra ENEL e il fondo F2i che già oggi, con 350 MW di potenza installata, è diventata il primo produttore italiano del settore. La generazione termoelettrica, invece, contribuisce ormai per circa 130 milioni all'Ebitda di ENEL in Italia, pur impegnando una potenza e anche realizzando una produzione assai maggiori. A quest'ultimo proposito sarà interessante la conclusione dell'indagine dell'AEEGSI sulle distorsioni dei servizi di dispacciamento che nel primo semestre 2016 hanno consentito a ENEL (e a Sorgenia e alcuni grandi *trader*) extra profitti di molte centinaia di milioni, senza i quali la generazione termoelettrica risulterebbe in perdita. Su questi episodi distorsivi si è registrata una contrapposizione tra l'azienda e il Ministero dello sviluppo economico, all'emergere della quale le distorsioni sono cessate. Anche per questo l'indagine dell'AEEGSI potrà essere utile ai fini di individuare soluzioni per il futuro.

Quanto al superamento del servizio di maggior tutela nel mercato elettrico italiano, emerge un fenomeno meritevole anch'esso di una riflessione da parte dell'azionista pubblico, che ha interesse sia a un'ENEL sempre più ricca sia a un mercato sempre più competitivo. Secondo le informazioni rese dall'amministratore delegato in audizione, ENEL si attende un Ebitda unitario per MWh in calo del 25 per cento sul mercato in generale e, al tempo stesso, un Ebitda aziendale in crescita del 6 per cento tra il 2016 e il 2019; nello stesso periodo, ENEL ritiene di conservare la sua quota del mercato libero attorno al 50 per cento. Poiché il 30 giugno 2018 avrà fine il servizio di maggior tutela, si pone un problema. Oggi ENEL dice di avere l'85 per cento dei 23 milioni di clienti *business* e *retail* in maggior tutela. Questi clienti rappresentano un quarto dei consumi nazionali. Scendere dagli attuali 26,4 milioni di clienti ai 18,35 milioni, che costituiscono la quota del 50 per cento dell'intero nuovo mercato libero, prevista dal piano aziendale, implicherebbe dunque il passaggio di 8 milioni di clienti oggi serviti da ENEL in maggior tutela ad altri operatori. Com'è possibile avere margini complessivi e un numero di clienti in così grande calo e tuttavia guadagnare di più? La spiegazione dell'arcano sta nei margini specifici del servizio di maggior tutela dal quale ENEL ricava 20 euro l'anno a cliente, mentre sul mercato libero ne ottiene 128; e si noti bene che questo dato del mercato libero è prudenziale perché l'azienda non distingue tra clienti *business*, che pagano meno, e clienti *retail*, che pagano bollette salate. Dal servizio di maggior tutela ENEL ricava un Ebitda di 400 milioni, mentre dal mercato libero estrae 1,4 miliardi. Si possono dunque cedere

clienti e accettare riduzioni dei margini del mercato libero, ma se ENEL potrà far migrare dalla sera alla mattina 19 milioni di clienti dalla maggior tutela senza margini a un mercato comunque assai remunerativo, ecco spiegato l'arcano. Non solo, ma poi ci si dovrebbe anche chiedere in quanti anni avverrà la migrazione dall'*incumbent* ENEL ad altri operatori che, essendo in questo settore assai più deboli, devono oggi spendere in media 80 euro per acquisire un nuovo cliente. Se una simile manovra andrà in porto, ENEL avrà un ottimo margine aggiuntivo che stupirà gli investitori, ma non l'azionista Stato che l'ha preparato.

ENEL ha dato notizie su campagne pubblicitarie e sponsorizzazioni, la cui spesa è scesa nel triennio da 101 a 81 milioni, per metà impegnata in Italia (31 milioni per pubblicità, al 61 per cento commerciale; 10 per il sostegno ad arte, scienza, musica e sport).

ENEL ha riportato in Commissione le informazioni sulla remunerazione, fissa e variabile, dell'amministratore delegato date in bilancio. Nel 2015, a Francesco Starace sono stati versati 2,75 milioni di euro, pari a 34 volte il costo del lavoro medio italiano.

ENEL è largamente impegnata nel contrasto della corruzione in Italia e all'estero. Nel 2014 l'assemblea dei soci aveva approvato l'inserimento nello statuto della clausola etica secondo la direttiva sui requisiti di onorabilità emanata dal Governo Letta. Allora il Tesoro, che quella clausola aveva proposto, deteneva il 31,2 per cento del capitale. Nel 2015, la clausola etica è stata corretta alla quasi unanimità dall'assemblea cancellando la decadenza per giusta causa degli amministratori in caso di rinvio a giudizio per i reati di rilievo aziendale previsti dalla clausola stessa, mentre resta la decadenza per condanne anche solo in primo grado. La proposta, questa volta, è stata avanzata dal consiglio di amministrazione. Anche il Tesoro, sceso al 23,6 per cento, ha approvato.

Non risultano inchieste giudiziarie a carico del presidente e dell'amministratore delegato.

LEONARDO

Dalla nomina di Mauro Moretti ad amministratore delegato, avvenuta il 15 maggio 2014, a mercoledì 8 marzo 2017, Leonardo SpA ha dato un TSR del 129 per cento contro il 45,9 per cento del maggior concorrente europeo (Airbus Group). Rispetto all'indice *Stoxx Europe 600 Defence & Aerospace*, che mostra un TSR positivo per il 26,1 per cento, Leonardo, nuovo nome della storica Finmeccanica, raggiunge una *sovraperformance* del 103,6 per cento. Il notevole rendimento del gruppo Leonardo per i soci deriva esclusivamente dalla rivalutazione del titolo, peraltro già iniziata durante i 15 mesi della gestione Pansa dopo il crollo avvenuto in precedenza anche a causa delle inchieste giudiziarie sulle gestioni ancora precedenti. Nell'audizione del 2 marzo, Moretti ha promesso il ritorno al dividendo in misura sostenibile rispetto all'indebitamento che deve ulteriormente calare.

La ripresa delle quotazioni di Borsa riflette i positivi risultati della gestione operativa. Leonardo ha ridotto il fatturato consolidato dai 17 mi-

liardi del 2013 ai 12 stimati per il 2016. È l'effetto della cessione di Ansaldo Breda e Ansaldo Sts e di altre attività minori. A parità di perimetro, il fatturato è stabile, ma migliorano nettamente i margini. L'Ebit (margine operativo dopo gli ammortamenti e le svalutazioni) risale dal dato negativo per 15 milioni di fine 2013 ai circa 950 milioni del preconsuntivo 2016. Il risultato netto della gestione ordinaria passa da meno 649 a più 500 milioni. Va considerato che sui dati del 2013 gravavano le pesanti perdite di Ansaldo Breda, ormai in via di dismissione, nonché consistenti accantonamenti a copertura dei rischi, e tuttavia il miglioramento rimane notevole. Esso deriva dalla crescente attenzione ai costi e dalla ristrutturazione delle attività secondo il modello della «one company», che la gestione precedente aveva impostato e quella uscente ha ripreso, semplificandolo e radicalizzandone l'attuazione. Tra i costi ridimensionati si nota quello per la ricerca e sviluppo che scende dai 1.545 milioni del 2013 ai circa 1.400 milioni del preconsuntivo 2016, soprattutto per effetto della riduzione di quelli che Moretti chiama sviluppi capitalizzati.

Va infine sottolineato che, come Ansaldo Energia, ceduta nel 2013, ha poi allargato le proprie attività, così il settore ferroviario, ora controllato da Hitachi Rail, sta ottenendo nuove commesse che consentono di tenere in attività stabilimenti altrimenti destinati alla chiusura come quello di Reggio Calabria.

Anche lo stato patrimoniale è nettamente migliorato. Leonardo non ha fatto nel triennio aumenti di capitale. L'ultimo risale al 2008. Non paga dividendi dal 2010. Ha tratto beneficio dalla cessione del settore ferroviario, che ha generato cassa per 760 milioni e che prima, con Ansaldo Breda, erodeva patrimonio. Al miglioramento contribuisce anche e in buona parte la gestione. Nel 2013, Leonardo aveva 5,5 miliardi di debiti finanziari e 1,5 miliardi di liquidità e mezzi equivalenti. A fine 2015, ultimo bilancio approvato, i debiti erano scesi a 5,3 miliardi e la liquidità salita a 1,7 miliardi, anche per effetto della cessione del settore ferroviario che ha generato cassa per 760 milioni e una plusvalenza netta di 257 milioni. In audizione, Moretti ha presentato debiti finanziari che, al netto della liquidità, scendono dai 3,9 miliardi del 2013 ai 2,8 miliardi del preconsuntivo 2016 a fronte di un patrimonio netto complessivo che sale da 3,7 a 4,4 miliardi. Questo debito costa il 5,4 per cento annuo, più o meno come quello di ENEL, e ha una vita media di 7 anni in coerenza con la gestione precedente. Nel costo medio pesano le obbligazioni lanciate nel 2009, in un'epoca di tassi assai elevati, per coprire parte degli oneri di acquisizione della società americana DRS. La sostenibilità del debito è rafforzata dall'incremento dell'autofinanziamento. I debiti finanziari netti erano pari a 2,6 volte l'Ebitda (margine operativo prima degli ammortamenti e delle svalutazioni) nel 2013 e ora sono circa una volta e mezzo. Il debito non è ancora *investment grade*, e tuttavia le previsioni di Moody's e S&P da negative sono diventate stabili e quelle di Fitch da stabili sono diventate positive.

Nell'affare assegnato del 2014, rilevavamo come lo stato patrimoniale dell'allora Finmeccanica conservasse avviamenti e attività intangibili

pari al 24,7 per cento degli attivi totali. Il dato ha uno speciale rilievo perché qui si concentrano, a seconda delle situazioni, le perdite occultate ovvero le basi positive del futuro. Nella citata audizione, Moretti ha affermato che avrebbe potuto svalutare ancora per un paio di miliardi, ma ha evitato di farlo: se avesse proceduto, ha spiegato, avrebbe sì rafforzato la sua posizione personale sul piano della *performance* ma avrebbe messo a rischio una società che allora capitalizzava solo 3,5 miliardi. Perciò si è assunto il rischio di tenere a bilancio attivi di incerto rendimento. Queste dichiarazioni rispondono, adesso, al quesito sull'effettivo valore degli attivi immateriali che avevamo posto senza ottenere risposta nella prima audizione dell'amministratore delegato dopo la nomina.

Su questo punto, propongo due considerazioni. Anzitutto, posto che la Borsa di solito già sconta eventuali sopravvalutazioni degli attivi, specialmente in situazioni di crisi conclamata come quella di Finmeccanica degli anni 2011-2013, eventuali ulteriori svalutazioni di partecipazioni e di attivi immateriali avrebbero influito più sugli equilibri patrimoniali della società che sulle quotazioni del titolo. Avrebbero cioè messo la compagine azionaria di fronte all'urgenza di un aumento di capitale, che poteva risultare non gradito dal socio di maggioranza. In secondo luogo, osserviamo come l'incidenza degli attivi immateriali sia salita dal 24,7 al 26,8 per cento degli attivi totali tra il 2013 e il 2015, ultimo bilancio disponibile, pur in presenza di una contrazione delle capitalizzazioni di costi, soprattutto di ricerca e sviluppo. D'altra parte, se il valore di libro delle attività immateriali fosse in qualche modo gonfiato come ha lasciato intendere l'amministratore delegato, la società non dovrebbe tornare al dividendo ma procedere a una graduale correzione di tale posta attiva. Dobbiamo dunque ritenere che le svalutazioni effettuate dalle gestioni precedenti a valere sui conti del 2011 e 2012 siano sostanzialmente congrue, così come richiesto dai principi contabili. In altre parole, a nostro avviso, la gestione uscente ha potuto lavorare, con i risultati positivi che abbiamo sottolineato, partendo da conti attendibili. Per il futuro, tuttavia, l'azionista di maggioranza dovrà comunque effettuare un'ulteriore verifica della questione al fine di decidere una politica di remunerazione del capitale sostenibile nel tempo.

Per un gruppo come Leonardo assumono un rilievo particolare i nuovi prodotti, il portafoglio ordini e l'individuazione dei principali mercati di sbocco. Tre fronti sui quali si gioca da soli o in alleanza con altre multinazionali anche in vista, se mai arriverà, dell'Europa della difesa.

La gestione uscente si è focalizzata in particolare sui margini delle commesse, margini che la riduzione dei costi effettuata ha consentito in parecchi casi di ricostituire. E ha considerato adeguata la composizione del portafoglio in relazione all'andamento congiunturale e alle prospettive. Nell'audizione, alla Commissione è stato presentato un elenco di progetti che, in molti casi, erano iniziati ancora sotto la gestione di Guarguaglini. Nella difesa e nell'aerospazio lo sviluppo dei progetti è fatalmente pluriennale. Non è stato chiarito quali progetti possano considerarsi nuovi, e cioè avviati dalla gestione uscente, né quali prodotti e piattaforme Leo-

nardo intenda gestire in forma proprietaria e quali invece intenda sviluppare con altri *partner*, e quali. Il *management* è stato parimenti sintetico davanti alla Commissione nell'individuare i nuovi mercati di sbocco nel mondo che cambia, in particolare nel rapporto con il nuovo *big spender* del settore, la Cina. Immaginiamo che nel dialogo con l'azionista questi punti saranno approfonditi.

In questo dialogo tra Leonardo e l'azionista un'attenzione particolare dovrebbe essere dedicata alle prospettive della collaborazione in atto con la francese Thales, al bilancio costi-benefici della partecipazione in MbdA nel settore missilistico e al destino di DRS negli USA di Trump anche alla luce dell'idea di collocarne in Borsa una parte, annunciata da Moretti in Commissione.

Cruciale, infine, è il portafoglio ordini salito a 35 miliardi per effetto dell'acquisizione della fornitura di *Eurofighter* al Governo del Kuwait, anch'essa impostata parecchi anni fa e finalmente conclusa dalla gestione uscente. La commessa, la cui prima rata va a beneficio del bilancio 2016, è stata iscritta per intero nel portafoglio ordini pur essendo stata ottenuta in consorzio con altre imprese. Leonardo spiega questa scelta in base ai criteri contabili internazionali che lo consentono ove la società abbia la quota maggiore del lavoro. Una maggiore informazione non sarebbe stata illegittima. La fornitura degli *Eurofighter* compensa la caduta degli ordini di elicotteri, che appare dovuta sia a ragioni oggettive (il crollo del prezzo del petrolio deprime la domanda di velivoli *offshore*) sia a ragioni più complesse, che coinvolgono i rapporti tra Stati, come la mancata vittoria della gara polacca. Moretti non ha commentato il ruolo del Governo nell'acquisizione delle commesse internazionali. In ogni caso, andranno considerati non solo l'ammontare e la redditività del portafoglio, cavallo di battaglia di Moretti, ma anche i tassi di saturazione degli impianti che questo portafoglio garantisce.

Leonardo si conferma un'autentica multinazionale. Il 37 per cento dei dipendenti lavora all'estero e l'84 per cento del fatturato si realizza fuori d'Italia. Il costo del lavoro consolidato medio annuo, stimato sulla semestrale 2016 (nell'audizione non sono stati forniti dati consolidati di pre-consuntivo né dati relativi al costo del lavoro italiano) può essere stimato in 67.500 euro. La *total compensation* dell'amministratore delegato relativa al 2015 sfiora gli 1,9 milioni, pari a 28 volte il costo del lavoro medio. L'amministratore delegato precedente percepiva 1,2 milioni. A domande più precise, relative ai criteri della componente variabile e ai trattamenti di fine rapporto, non sono state date risposte.

Non è stata data notizia delle spese per pubblicità, sponsorizzazioni e relazioni esterne in genere.

Leonardo ha dato invece ampie informazioni circa gli impegni presi nel contrasto alla corruzione, in linea con le indicazioni a suo tempo elaborate dal comitato Flick. A suo tempo l'assemblea decise di non inserire nello statuto la clausola etica contenuta nella direttiva Saccomanni.

Presidente e amministratore delegato non hanno pendenze giudiziarie relative all'esercizio delle loro funzioni in Leonardo.

FINCANTIERI

Il consiglio di amministrazione di Fincantieri è stato nominato il 19 maggio 2016. Diversamente dai consigli delle altre società a controllo pubblico, non è in scadenza. E tuttavia si va compiendo un triennio dalla prima quotazione della società in Borsa, avvenuta il 2 luglio 2014. Dunque, può essere utile analizzare Fincantieri, anche ai fini di un'eventuale comparazione con Leonardo, già Finmeccanica. Vanno naturalmente evitati i paragoni meccanici, e però, considerando la comune provenienza dall'IRI, può essere interessante confrontare la documentazione lasciata alla Commissione da Fincantieri, che è pure guidata da un *top manager* di scuola IRI come Giuseppe Bono, e da Leonardo, già Finmeccanica, che invece è stata guidata nel triennio da un *top manager* di scuola FS come Mauro Moretti.

A differenza delle altre cinque società analizzate, Fincantieri non ha sede a Roma ma a Trieste. Come le altre, tranne Terna ovviamente, ha una forte proiezione internazionale, con 20 cantieri nei quattro continenti. È l'unico costruttore attivo in tutti i comparti dello *shipbuilding*: navi civili e militari, traghetti, mega-yacht, riparazioni e trasformazioni, *offshore*, sistemi e componenti, post vendita. Nel periodo 2002-2015, retto dall'attuale gestione, ha raddoppiato i ricavi da 2 a 4,2 miliardi, anche attraverso acquisizioni, ultime quella della statunitense Manitowoc Marine Group nel 2009, socio di minoranza la Lockheed Martin, che ha inserito Fincantieri nelle forniture alla militare USA, e quella del norvegese VARD Group nel gennaio 2013, che l'ha rafforzata nel comparto *offshore*, purtroppo alla vigilia del crollo dei prezzi del petrolio con la conseguente caduta degli ordini di navi per le trivellazioni in mare. L'onere dell'operazione VARD è finanziato per tre quarti attraverso l'aumento di capitale lanciato in parallelo al collocamento in Borsa. Particolare curioso, a vendere VARD è stato il gruppo coreano STX che, essendo poi fallito, ha ora raggiunto intese preliminari per cedere a Fincantieri anche il pacchetto di controllo dei Chantiers de l'Atlantique. Su quest'ultima acquisizione è in corso un negoziato con il Governo francese, titolare della minoranza di blocco. In prospettiva, ha sostenuto l'amministratore delegato Giuseppe Bono nel corso dell'audizione dell'8 marzo, la Francia può diventare un *partner* strategico per Fincantieri che ha già progetti comuni, ma non un intreccio azionario, con la DCSN, attiva nelle navi militari, in particolare nei sommergibili a propulsione nucleare.

Sulla base dei bilanci 2015, Fincantieri è il sesto gruppo cantieristico mondiale e il primo europeo. Integrando le due aziende francesi, raddoppierebbe il fatturato e diventerebbe il quinto gruppo globale, dietro due cinesi e due coreani. La Cina rappresenta la nuova frontiera. Fincantieri sta entrando in questo mercato attraverso una *joint venture* con il leader *China State Shipbuilding Corporation* (CSSC), 30 miliardi di ricavi, nella costruzione delle navi da crociera, comparto nel quale Fincantieri rappresenta l'eccellenza mondiale con i cantieri tedeschi *Meyer Werft*, non quotati in Borsa.

Dal 3 luglio 2014 all'8 marzo 2017 Fincantieri ha generato un TSR negativo per il 18,2 per cento. Rispetto al *Dow Jones Global Shipping Index*, negativo per il 37,3 per cento, la società italiana ha realizzato una *sovra-performance* del 19 per cento. Negli ultimi tre anni, Fincantieri, insomma, ha retto meglio di gran parte della concorrenza la lunghissima crisi della cantieristica civile provocata dalla contrazione del mercato delle crociere e dal crollo del barile che, come abbiamo già detto, ha quasi congelato le ricerche *offshore* di petrolio e gas. Alla resistenza del titolo si è accompagnata la salvaguardia di tutti e 8 i cantieri italiani ancorché almeno tre – Palermo, Sestri Levante e Castellammare di Stabia – siano vecchi e superati ovvero – è il caso siciliano – gravati dalle inadempienze della regione e dell'Autorità portuale. Questa tenuta industriale è stata resa possibile anche da un accordo sindacale che ha consentito, senza licenziamenti, di ridurre del 20 per cento gli organici domestici. In Europa, nel frattempo, hanno chiuso 30 cantieri e sono stati cancellati 50.000 posti di lavoro.

Fincantieri ha distribuito l'ultimo, magro dividendo a valere sul bilancio 2013. Ora promette di tornare a remunerare il capitale a partire dal bilancio 2017, quando si cominceranno a sentire gli effetti delle nuove commesse. I ricavi sono aumentati dai 3,8 miliardi del 2013 ai 4,2 miliardi del 2015 con un 2016 atteso in rialzo. L'Ebit, positivo per 209 milioni nel 2013 e negativo per 137 milioni nel 2015, torna positivo per 105 milioni al 30 settembre 2016.

Il portafoglio ordini è cresciuto dai 12,9 miliardi del 2013 ai 27,3 miliardi attuali, distribuiti per il 39 per cento nelle navi da crociera, per il 28 per cento nell'*offshore* e per il 25 per cento nelle navi militari. Secondo Bono, queste commesse, per l'85 per cento destinate all'estero, garantiscono lavoro ai cantieri italiani fino al 2027. Si passerà dai 6 milioni di ore di produzione a oltre 15 milioni di ore. Insomma, archiviato l'anno nero 2015, Fincantieri si prepara a un bilancio 2016 con un piccolo utile.

I margini delle specialità (*shipbuilding*, *offshore*, sistemi, componenti e servizi) cambiano a seconda delle congiunture. La notizia principale, tuttavia, riguarda la differenza dei margini tra navi militari e navi civili all'interno della specialità dello *shipbuilding*. Si tratta di una differenza notevole, a favore del militare. Dalla documentazione ufficiale la si può stimare in 20-25 punti percentuali, ma la società non l'ha mai comunicata al mercato e dunque nemmeno alla Commissione. Tale percentuale va pertanto considerata con beneficio d'inventario. Certo è che i margini del settore civile sono risicati – ieri nulli o negativi, oggi in ripresa – causa della durissima concorrenza tra cantieri variamente sostenuti dagli Stati in Europa, Usa e in Cina e anche dai sussidi incrociati delle conglomerate, delle quali fanno parte, in Corea. Il comparto civile, tuttavia, ha grande importanza per l'economia nazionale. Ogni nave da crociera, ha spiegato in Commissione l'amministratore delegato, genera ricavi oscillanti tra i 2,7 e i 3,6 miliardi, per un terzo in casa Fincantieri e due terzi nell'indotto. Gli acquisti di componenti, del resto, sono rivolti per l'85 per cento verso imprese domestiche, in grandissima parte di piccola e media dimensione.

Per ogni addetto italiano diretto, Fincantieri genera lavoro per 3,7 addetti nella subfornitura.

Sul piano patrimoniale, Fincantieri registra un incremento dei debiti finanziari dagli 1,23 miliardi del 2013 con 384 milioni di liquidità e mezzi equivalenti agli 1,73 miliardi, con 75 di liquidità, del 30 settembre 2016. Questo appesantimento deriva dall'incremento marcato delle commesse, che vengono pagate per il 20 per cento all'inizio e saldate alla consegna, determinando nel frattempo un incremento del capitale circolante. Non va quindi considerato come un dato negativo, anche in relazione ai maggiori margini che la ripetizione dei modelli, ora possibile, consentirà rispetto alla costruzione di soli prototipi. Da notare la consistenza delle attività immateriali, 569 milioni, in relazione al patrimonio netto, 1,3 miliardi. Tali attività contengono gli avviamenti a suo tempo pagati sulle acquisizioni. Si tratta di una consistenza elevata, ma proporzionalmente inferiore a quella di altre società.

Le spese per ricerca e sviluppo assorbono il 2 per cento dei ricavi: nel settore, non sono basse.

Fincantieri, dopo aver ristrutturato le attività negli anni della crisi, ora riprende le assunzioni. Al momento conta 19.200 dipendenti, dei quali 7.900 in Italia. Il costo medio consolidato del personale è pari a 41.591 euro. Quello del personale italiano a 57.933. La società ha firmato un accordo integrativo con tutti i principali sindacati italiani che introduce forme di *welfare* aziendale e associa le rappresentanze dei lavoratori ad alcune scelte gestionali.

Nel 2015, il capo azienda ha percepito una remunerazione totale 2,067 milioni, pari a 35,8 volte il costo del lavoro medio italiano.

Nell'audizione, Bono ha dato conto dei rapporti con lo Stato. Sul piano del sostegno pubblico, tipico del settore, tra il 2009 e il 2015, Fincantieri non ha ricevuto incentivi a fronte di spese per ricerca e sviluppo di 487 milioni e di investimenti in *asset* produttivi per 749 milioni. Ne riceverà, invece, su nuovi progetti innovativi, grazie al rifinanziamento della legge navale, nei prossimi 20 anni per un valore attualizzato di 73 milioni. Ma il punto critico riguarda le funzioni di *holding* esercitate o non esercitate dallo Stato. Si registra infatti una divaricazione di interessi tra Fincantieri e Saipem, che privilegia le forniture di navi *offshore* da Cina e Corea, e si registrano anche, secondo Bono, forti difficoltà della Sace e della Simest a garantire i finanziamenti all'esportazione, e cioè ai clienti armatori, a condizioni competitive con quelle tedesche e francesi. È impossibile per la Commissione distinguere i torti e le ragioni in queste materie. Ma è facile constatare che tutte queste società fanno capo alla Cassa depositi e prestiti dalla quale ci si attende una adeguata regia.

Fincantieri non ha dato informazioni sulle spese per le relazioni esterne.

La clausola etica, derivante dalla direttiva Saccomanni, era stata inserita e poi tolta dallo statuto, sempre su iniziativa dell'azionista. Fincantieri ha sottoscritto numerosi accordi contro la corruzione internazionale.

Non risultano inchieste giudiziarie a carico del presidente e dell'amministratore delegato.

La Commissione,

premessò che, con la mozione sui criteri di nomina degli amministratori delle società quotate e non quotate, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato, approvata a larghissima maggioranza dall'Assemblea il 19 giugno 2013, il Senato ha inteso esercitare il proprio ruolo di indirizzo generale e di controllo specifico su come, attraverso il Governo, lo Stato esercita le funzioni di azionista;

ricordato che il testo unico in materia di società a partecipazione pubblica, di cui al decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175, attuativo della legge di riforma della pubblica amministrazione, stabilisce che i diritti del socio sono esercitati dal Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con altri Ministeri competenti per materia;

ricordato altresì che, in base al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 17 luglio 2014, pubblicato nel supplemento ordinario alla *Gazzetta Ufficiale* n. 214 del 15 settembre 2014, l'esercizio dei diritti citati viene attribuito, nell'ambito del Ministero dell'economia e delle finanze, al Dipartimento del tesoro;

ricordato ancora che, nel caso in cui l'azionista pubblico sia la Cassa depositi e prestiti (CDP), la designazione degli amministratori e dei sindaci delle società partecipate compete alla medesima CDP, previa deliberazione del suo Consiglio di amministrazione;

premessò inoltre che, nel quadro dell'affare assegnato «sui risultati delle principali società direttamente o indirettamente partecipate dallo Stato, con particolare riferimento agli ambiti di interesse della Commissione, sia sotto il profilo settoriale, sia sotto il profilo della concorrenza», la Commissione industria, commercio, turismo del Senato ha analizzato i conti di ENI, ENEL, Poste, oggetto di una possibile, parziale privatizzazione, Leonardo, già Finmeccanica, e di Terna alla vigilia del rinnovo dei consigli di amministrazione nonché quelli di Fincantieri prossima al compimento del primo triennio di quotazione in Borsa;

preso atto che nei consigli di amministrazione uscenti l'equilibrio di genere è stato perseguito attribuendo la carica di presidente a donne, con l'eccezione di Finmeccanica, e quella di amministratore delegato, e cioè di capo azienda, a uomini;

preso atto, infine, in materia di onorabilità degli amministratori, che gli statuti delle sei società esaminate presentano quattro diverse impostazioni sulla cosiddetta clausola etica di cui alla direttiva del Ministro dell'economia e delle finanze del 24 giugno 2013;

impegna il Governo a:

a) rendere noti gli atti volti alla definizione delle liste per i consigli di amministrazione e a esplicitare nei medesimi atti le singole fasi proce-

dimentali svolte, con particolare riferimento all'acquisizione del concerto con altri Ministeri competenti per materia, secondo quanto previsto dalle relative disposizioni di legge o di regolamento ministeriale, e al ruolo eventualmente svolto dal Presidente del Consiglio dei ministri, nel quadro dei suoi poteri di indirizzo e coordinamento;

b) varare nel più breve tempo possibile il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri sui requisiti di onorabilità, professionalità e autonomia richiesti ai componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società non quotate, previsto dalla riforma Madia, e operare affinché gli statuti delle società quotate controllate dallo Stato direttamente o indirettamente, di fatto o di diritto, possano essere armonizzati, nel rispetto dei poteri decisori delle assemblee, allo scopo di superare le divaricazioni riscontrate sulla clausola etica nelle diverse società esaminate;

c) impostare la selezione dei candidati, in particolare dei presidenti e degli amministratori delegati, sulla base del merito, attribuendo particolare rilievo all'esperienza in *business* almeno affini, e assicurare l'equilibrio di genere nel complesso delle diverse funzioni;

d) prevedere che l'azionista pubblico, qualora emergano conflitti di interessi in corso di mandato, operi per la decadenza dell'amministratore che li abbia occultati ovvero che non ne abbia prontamente rimosse le cause, se sopravvenuti in data successiva alla nomina;

e) subordinare la riconferma degli amministratori uscenti a un'analisi rigorosa dei risultati, considerando non solo il ritorno per l'azionista ma anche le ricadute dei piani industriali sull'economia, in particolare sull'occupazione e sulla sicurezza sul lavoro, e sull'ambiente, con particolare riferimento agli accordi internazionali e ai programmi europei in materia di clima ed energia, senza cedere a logiche di breve termine; al tempo stesso, prestare particolare attenzione alla solidità patrimoniale delle imprese, verificando in particolare le valutazioni dei consigli di amministrazione sull'effettiva consistenza delle attività immateriali e del portafoglio ordini e sulla loro capacità di generare reddito e sviluppo nel tempo;

f) nell'equilibrio tra gli interessi dello Stato azionista e quelli più generali e permanenti dello Stato regolatore, operare per superare le residue situazioni di privilegio per gli ex monopoli sottoposti a processi di liberalizzazione e per i monopoli destinati a rimanere, in quanto naturali;

g) in caso di collocamento in Borsa di pacchetti azionari provenienti da partecipazioni dirette o indirette dello Stato, considerare non solo l'effetto sul debito pubblico in termini di riduzione dello *stock*, ma anche il saldo tra il risparmio prevedibile sul servizio della quota di debito pubblico che verrebbe annullata con l'incasso del collocamento e l'ammontare dei dividendi ai quali lo Stato rinuncia;

h) operare per assicurare la *par condicio* nelle competizioni e negli affari all'estero, specialmente nel mercato unico, nell'interesse delle imprese di cui è azionista lo Stato e delle imprese private, obiettivo non scontato come dimostra il caso Fincantieri-STX France;

i) evitare eccessi e squilibri nelle remunerazioni dei capi azienda, limitando i premi a breve termine ed escludendo i premi di non concorrenza allo scopo di allineare le componenti variabili agli interessi della società, dei soci e degli *stakeholder* in ottica prudentiale e di salvaguardia dell'equilibrio economico-finanziario di lungo termine della società; posticipare a date successive alla cessazione del rapporto di amministrazione o di lavoro la corresponsione di almeno una parte della retribuzione variabile, che verrà erogata solo al raggiungimento o al superamento dei risultati attesi;

l) assicurare una migliore informazione sui trattamenti complessivi di fine rapporto o di cessazione anticipata del medesimo o di mancato rinnovo della carica, sia, in corso di mandato, attraverso il ricorso a stime delle quali vengano di volta in volta dichiarati i presupposti, sia, al termine del mandato, attraverso l'immediata comunicazione dei citati trattamenti al mercato;

m) evitare, fatti salvi i contratti in essere, la corresponsione delle componenti dei trattamenti di fine mandato non derivanti dal contratto di lavoro dei dirigenti a capi azienda in uscita da una società a controllo pubblico e destinati a essere assunti o nominati da un'altra società a controllo pubblico;

n) superare l'appiattimento dei compensi dei presidenti in ragione della diversa complessità delle società e dei relativi impegni di *governance*, sia pure continuando a evitare eccessi e squilibri;

o) continuare a rispettare il requisito dell'indipendenza nella scelta del presidente, che è chiamato a garantire l'intero complesso degli *stakeholder*, quale venne meritoriamente delineato dai consigli di ENI ed ENEL già nel 2014;

p) esigere da chi sia stato designato ad amministratore l'impegno a operare affinché i consigli di amministrazione inseriscano nei bilanci più dettagliate informazioni sul costo del lavoro consolidato e su quello delle attività italiane del gruppo, anche allo scopo di legare gli eventuali incrementi della retribuzione complessiva dei capi azienda al miglioramento dei salari dei dipendenti italiani secondo le proporzioni decise dai consigli di amministrazione;

q) esigere da chi sia stato designato ad amministratore delle società, anche se quotate in Borsa, l'impegno a operare affinché i consigli di amministrazione rendano note in bilancio o in una relazione allegata le spese per pubblicità, sponsorizzazioni e liberalità, nonché i relativi destinatari;

r) trasmettere al Parlamento, con cadenza annuale, una relazione sull'andamento delle società alla luce del mandato loro assegnato.

