



Corso di laurea in Economia e Management

Anno Accademico 2023/2024

Tesi in Economia Aziendale

**Processo di Internazionalizzazione di Enel:
da società energetica nazionale a multinazionale**

Prof. Giovanni Fiori

Ludovica Di Marco

Matricola 254001

Inizio queste parole di gratitudine con un profondo ringraziamento a tutte le persone che mi hanno accompagnato in questo forte, liberatorio e folle viaggio accademico.

A mia madre, la quale ha sempre posto la mia istruzione al primo posto, che mi ha sempre sostenuto nei periodi di grandi difficoltà, che non hai mai mollato con me, supportandomi e sopportandomi. Vorrei che tu capissi la gratitudine che provo per te e quanto io ammiri la tua forza e il tuo “non mollare mai”. Grazie per avermi reso la donna che ho sempre voluto essere.

A miei Nonni Bruno e Carlo che avrei voluto avervi qui in questo giorno speciale. A te Nonno Carlo che hai sempre desiderato potermi chiamare Dottoressa, a te che ogni mia vittoria era anche la tua, e che a ogni mia gioia tu gioivi con me. Ovunque voi siate spero di avervi resi fieri.

E ultimi, ma non per importanza, il mio più sincero Grazie va al resto della mia famiglia, a Fabio per avermi sempre teso una mano nei momenti di sconforto, offrendomi il suo aiuto, a Dario per la sua pazienza nell’ascoltare i miei svariati scleri e alle mie amiche.

A te mia cara Fabi, per continuare a essere ogni giorno il mio punto di riferimento, il mio equilibrio e il mio luogo di pace.

A voi cari amici di università, tutti voi, grazie per aver fatto parte di questi tre anni pieni di emozioni contrastanti, fatti di alti e di bassi, ma che forse proprio grazie a voi sono stati probabilmente gli anni più veri, belli e intensi della mia vita. Grazie per l’amore e l’affetto che, alcuni a modo vostro, hanno saputo darmi e di cui ne farò tesoro. Anche se il nostro viaggio qui si conclude, porterò ognuno di voi per sempre con me.

Grazie Albe per aver preso il posto di quella figura paterna che non ho mai avuto, grazie Bea, Alli ed Ele, avete rappresentato una boccata di allegria in mezzo ad ansie e disperazioni.

E un ultimo grazie va a me stessa, per non aver mai mollato, per la mia dedizione e per il mio sacrificio. A quella piccola Ludo sognatrice del passato, direi “ce l’hai fatta!”.

A voi tutti, voglio un bene infinito.

Indice

INTRODUZIONE	4
Capitolo 1 Da società nazionale a multinazionale: le prime acquisizioni internazionali	6
1.1 L’acquisizione di Slovenske Elektrarne (2005)	6
1.2 La campagna di Russia: le acquisizioni di Rusenergosbyt (2006), Enel Russia (2007) e Severenergia (2009)	8
1.3 L’acquisizione in Romania: 2005-2008	14
1.4 Il vero <i>game changer</i> – l’acquisizione di Endesa (2007-2009)	16
Capitolo 2 Le operazioni di ristrutturazione societaria	21
2.1 La nascita e lo sviluppo di Enel Green Power	21
2.2 Operazioni di ristrutturazione societaria negli ultimi 10 anni: la semplificazione geografica, di business e finanziaria	23
2.2a La separazione dell’Iberia dall’America Latina	23
2.2b La razionalizzazione del perimetro latino-americano.....	27
2.2c La fusione tra Enel ed Enel Green Power	30
Capitolo 3 Le operazioni straordinarie negli ultimi 10 anni	37
3.1 Le nuove acquisizioni	37
3.2 Il raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione e le cessioni degli asset termici	47
Capitolo 4 Le prossime sfide: il piano 2023-2025 e i suoi obiettivi	53
CONCLUSIONI	58
Bibliografia	59
Sitografia	60

INTRODUZIONE

Enel, la più grande azienda energetica italiana nonché una delle più grandi al livello internazionale, ha attraversato una profonda trasformazione nel corso degli ultimi venti anni, passando da una dimensione esclusivamente nazionale ad una internazionale. L'espansione internazionale di Enel è stata guidata da una strategia di crescita e diversificazione geografica, supportata da una serie di acquisizioni strategiche e partnership in tutto il mondo.

Fondata come un'azienda di servizi pubblici in Italia nel 1962, Enel ha rapidamente ampliato le proprie attività nel mercato energetico italiano, diventando il più grande operatore nel settore energetico. Enel è oggi è un'azienda privata presente in oltre 30 Paesi e continua a espandersi in nuovi mercati e nuovi settori, come la mobilità elettrica e le smart city.

Oltre 50 anni di storia fatta di passione, innovazione e condivisione che oggi si apre verso un futuro sempre più sostenibile, per tutti, in tutto il mondo.

Nel corso degli anni '90 Enel ha iniziato a guardare oltre ai propri confini nazionali e ha intrapreso una serie di acquisizioni e partnership internazionali, avviando così il proprio processo di internazionalizzazione.

Un decennio di trasformazioni geopolitiche importanti, con la fine della Guerra fredda e l'avvento della globalizzazione, segna anche il passaggio di Enel da utility statale a operatore integrato multinazionale, quotato in borsa.

Nel novembre 1999, con quella che è stata allora la più grande offerta pubblica di azioni sul mercato italiano, Enel Spa si quota in borsa. Un'operazione che coinvolge oltre 3 milioni e 800 mila risparmiatori, in Italia e all'estero, e riguarda in prima battuta poco meno del 32% del capitale sociale. L'azienda entra quindi nel nuovo millennio con le carte in regola per completare la sua trasformazione da ente nazionale dedicato all'elettrificazione italiana, qual era alla sua nascita, a operatore integrato multinazionale, quale è oggi.

Negli anni successivi ha continuato a espandersi in diversi Paesi, acquisendo società e business o creando joint venture con aziende energetiche e partner finanziari in Europa, America Latina, Nord America e recentemente anche in Africa.

Questa espansione internazionale ha consentito ad Enel di diversificare la propria base clienti, aumentare la propria capacità di produzione di energia e

ampliare la presenza nei mercati energetici emergenti. Questa evoluzione da società nazionale ad internazionale è stata guidata da una visione ambiziosa e da una strategia di crescita globale, per di più con un impegno costante verso la sostenibilità e l'innovazione del settore energetico.

CAPITOLO 1

TITOLO

Capitolo 1 Da società nazionale a multinazionale: le prime acquisizioni internazionali

1.1 L'acquisizione di Slovenske Elektrarne (2005)

Con l'acquisizione di *Slovenské Elektrarne (SE)* inizia il piano di espansione nel mondo del gruppo Enel alla guida dell'allora amministratore delegato Fulvio Conti.

Fino alla prima metà degli anni 2000, Enel è stata sostanzialmente l'azienda leader del settore elettrico in Italia, senza una presenza consolidata nel resto d'Europa e del mondo.

In quel momento era evidente la volontà politica da parte dello stato italiano, che controllava la società, di utilizzare il colosso italiano per favorire l'espansione internazionale del Paese in un settore chiave come quello energetico.

I due driver di crescita per un'azienda sono la crescita organica, che si sostanzia nell'*origination* e nello sviluppo organico del business (nel caso di Enel parliamo prevalentemente della generazione elettrica), e le attività di *mergers & acquisitions*, che consentono una crescita molto più rapida attraverso operazioni straordinarie di acquisizione e fusione e successiva ristrutturazione finanziaria.

Intorno alla metà degli anni 2000 Enel, come confermato dalle dichiarazioni dell'amministratore delegato Conti, si focalizza sulle operazioni M&A che le consentiranno una crescita rapida in Europa e America Latina in poco più di tre anni, prevalentemente nella generazione convenzionale e rinnovabile.

Da un punto di vista geografico, il gruppo guidato da Conti decide di espandersi non solo nel continente europeo, ma anche in America Latina, che offre in quel periodo elevati tassi di crescita della generazione elettrica per via della forte crescita demografica. Questo contesto spiega l'acquisizione del gruppo Endesa, di cui parleremo nel successivo paragrafo.

La *mission* principale dell'Enel in quegli anni risulta l'espansione nella generazione e distribuzione elettrica e nello sviluppo delle attività *retail*, con l'obiettivo di aumentare e migliorare la profittabilità dei propri business

attraverso la diversificazione geografica. Un valore aggiunto della campagna internazionale di crescita del gruppo Enel è in quegli anni l'arricchimento bidirezionale di competenze, reso possibile dall'integrazione organizzativa e culturale fra il management italiano, dotato di elevate competenze tecnico-ingegneristiche, e il personale locale delle aziende acquisite che offre risorse e competenze non disponibili internamente. Con le operazioni di acquisizione, di cui *Slovenské Elektrárne* rappresenta la prima in ordine temporale, Enel non solo si espande e penetra in nuovi mercati, aumentandone la propria massa critica in termini di quota di mercato, ma anche di fatturato e margini, bensì mette anche a disposizione delle società acquisite l'enorme potenziale e il solido background di competenze tecniche, condividendo sistemi, tecnologie e capitale umano, che avrebbero portato in pochi anni queste ultime a raggiungere analoghi livelli di performance e efficienza degli *asset* italiani.

Nell'Aprile 2006, a Bratislava, vengono firmati gli accordi che sanciscono il perfezionamento del *closing* dell'acquisizione del 66% di *Slovenské Elektrárne*. SE, infatti, è la principale società di generazione in Slovacchia (con l'83% del mercato nazionale) e un portafoglio impianti di circa 7.000 Megawatt di capacità, ben bilanciato tra nucleare, idroelettrico e termico.

SE ha registrato in quegli anni un fatturato di oltre 1 miliardo di euro e un debito finanziario netto di circa 1 miliardo di euro.

L'acquisizione dell'*incumbent* elettrico slovacco si concretizza quando Enel risulta aggiudicataria del 66% del capitale societario a seguito di un processo competitivo di gara per un corrispettivo di circa 840 milioni di euro, pagato il 20% (circa 168 milioni di euro) alla firma del contratto nel febbraio 2005 mentre il resto, pari a 671 milioni di euro, versato al *closing*, contestualmente al trasferimento della quota di controllo di SE. Il restante 34% di SE è detenuto dal fondo slovacco *National Property Fund*.

Fra i motivi che hanno guidato Enel alla decisione strategica di investire in Slovacchia c'è sicuramente l'opportunità di espandersi al di fuori dei confini italiani, iniziando il processo di consolidamento della propria posizione competitiva in Europa, oltre che la redditività e il ritorno atteso dell'investimento specifico.

Insieme al socio *National Property Fund* e al Ministero dell'Economia slovacco, Enel concorda i termini di un piano di investimenti volto ad aumentare la

produzione e a migliorare l'efficienza e gli standard ambientali del portafoglio di impianti di SE, contribuendo allo sviluppo economico e sociale della Slovacchia e incrementando la redditività dell'azienda. Infatti, il piano prevede un volume totale di investimenti di SE di circa 2 miliardi di euro tra il 2006 e il 2013.

Con questa acquisizione, la più grande mai realizzata da Enel al di fuori dell'Italia, l'azienda conferma la sua strategia di espansione nell'Europa orientale e centrale, un mercato che sta registrando in quegli anni una forte crescita. *Slovenské Elektrárne* è una delle migliori società regionali di generazione di energia elettrica, con un mix di produzione ben bilanciato composto da nucleare, idroelettrico e carbone. In questo modo, con l'acquisizione di *Slovenské Elektrárne*, Enel torna a gestire la tecnologia nucleare, che rappresenta un passo fondamentale per giocare un ruolo di primo piano nel mercato elettrico europeo¹. Si può infatti evincere come l'obiettivo di Enel sia quello non solo di acquisire una presenza internazionale bensì anche di accedere al settore nucleare, dal momento che negli anni 80 in Italia il referendum ne aveva bloccato lo sviluppo. Infatti, gli Italiani si erano espressi in maniera schiacciante contro la costruzione di centrali nucleari nel Paese, di fatti impedendo ad Enel, che all'epoca era ancora un ente pubblico, lo sviluppo di detta tecnologia.

1.2 La campagna di Russia: le acquisizioni di Rusenergosbyt (2006), Enel Russia (2007) e Severenergia (2009)

Il piano di espansione del gruppo Enel nell'Est Europa vede, come tappa successiva, l'ingresso in Russia, Paese dove Enel acquisirà, al termine delle varie operazioni M&A, una presenza integrata lungo la catena del valore energetica, dalla produzione di gas naturale (attraverso l'acquisizione di *Severenergia*) alla vendita di energia elettrica come *retailer* (acquisizione di *Rusenergosbyt*), passando attraverso la generazione elettrica (acquisizione di *OGK-5*).

La Russia rappresenterà l'unico Paese Europeo dove il Gruppo Enel vanterà, sia pure solo per pochi anni, una presenza nella generazione di idrocarburi, che le

¹ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2006/04/enel-perfezionata-lacquisizione-del-66-di-slovenske-elektrarne>.

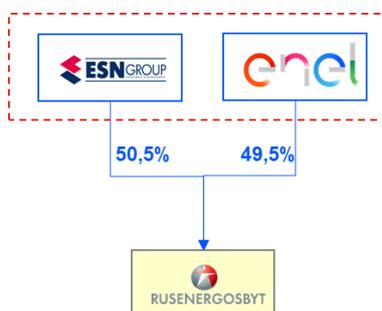
avrebbe permesso di raggiungere una perfetta integrazione verticale, dalla produzione delle molecole di gas alla vendita dei kilowattora elettrici ai clienti finali.

La prima operazione nel mercato russo si perfeziona nel giugno 2006 quando Enel, facendo seguito al *Memorandum of Understanding* firmato nel marzo 2006, completa l'acquisizione di una quota del *supplier* russo di energia elettrica *RusEnergosbyt* (Res), società associata al gruppo ESN dell'oligarca *Grigory Berezkin*.

In particolare, *Enel Investment Holding*, società olandese controllata da Enel, acquisisce una partecipazione del 49,5% in Res Holdings, società olandese che detiene il 100% di Res, dal gruppo ESN per un corrispettivo di 105 milioni di dollari; Res fornisce energia elettrica ai maggiori clienti industriali a livello nazionale di alto profilo quali *Gazprom*, *Rosneft* e *le Ferrovie russe*, oltre a molti clienti residenziali.²

La collaborazione con il partner russo ESN è strategica e, grazie a questa operazione, Enel entra nel mercato elettrico russo, caratterizzato da un'elevata prospettiva di crescita, attraverso l'acquisizione del maggiore operatore privato. Il portafoglio di *Rusenergoby*t comprende nel 2006 più di 100.000 clienti, tra i quali, come anticipato sopra, figurano anche grandi aziende energivore come *Gazprom*, *le Ferrovie Russe* e *Rosneft*.

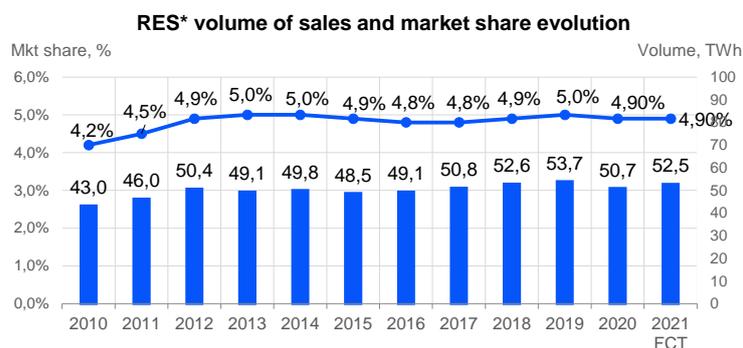
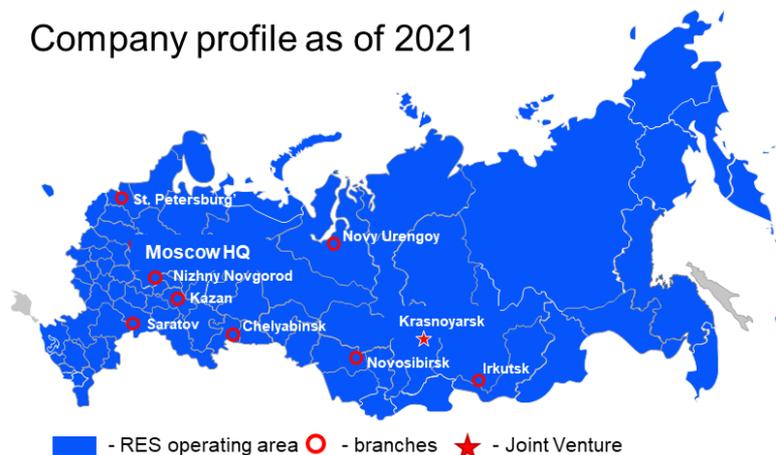
Le tabelle sotto riportate descrivono nell'ordine la struttura societaria della compagine sociale di Res, la presenza di Res sul territorio russo (aree operative, *branch* e *joint venture*) nel 2021 e il trend della quota di mercato delle vendite della società nel corso degli anni³.



² <https://corporate.enel.it/it/media/press/d/2006/06/enel--conclusa-l-acquisizione-del-495-del-trader-russo-rusenergobyt-res-dal-gruppo-esn-per-105-milioni-di-dollari>.

³ Documento interno "20211210 - Rusenergobyt_v15".

Company profile as of 2021



Source: Rusenergosbyt data

Il business *upstream* alla fine del primo decennio degli anni 2000 è basato su riserve in costante riduzione; basti pensare che un terzo della domanda al 2020 e due terzi della domanda al 2030 in Europa avrebbe dovuto essere soddisfatta da giacimenti non ancora in produzione.

In quegli anni, infatti, l'impatto della crisi globale ha significativamente rallentato gli investimenti nell'*upstream* e i recenti incrementi nella produzione di *shale gas* non avrebbero avuto un impatto significativo sull'Europa nel medio termine. Pertanto, mentre il mercato del gas sembra lungo fino al 2012-13 su scala globale, 2013-15 a livello europeo, e 2015-17 a livello italiano, questo rallentamento negli investimenti dedicati all'*upstream* avrebbe potuto creare tensioni nel mercato nel momento in cui il Gruppo Enel avrebbe dovuto rinegoziare i contratti di *sourcing* di gas a lungo termine.

In quegli anni i costi di esplorazione ed estrazione delle nuove riserve sono in forte aumento e i *player* asiatici (che rappresentano il 70% del commercio globale di gas naturale liquefatto (LNG) nel 2008 e l'80% dell'intera domanda di gas al 2030) securizzano sempre di più le riserve, attraverso nuovi contratti di

supply e investimenti diretti nell'*equity* dei progetti *upstream* che avrebbero permesso l'accesso alle riserve di gas e quindi a forniture competitive nel lungo termine per i propri fabbisogni.

In questo contesto, nel 2007 Enel acquisisce tre società appartenente al *Gruppo Yukos* in via di "fallimento": Arcticgaz, Urengoil e NefteGazGeologia, attraverso una *partnership* con Eni (Eni 60% e Enel 40%).

Il portafoglio di *asset*, rilevato da ENI e Enel, sarebbe stato successivamente rinominato *SeverEnergia* e, al momento dell'acquisizione, controlla il 100% delle licenze per sviluppare i giacimenti a gas e di condensati nella provincia di *Yamal*, ovverosia *Samburgskoye*, *Yevo-Yakhinsloye*, *Yaro-Yakhinskoye*, *Severo-Chaselskoye*.

La *joint venture* tra Enel ed ENI avrebbe investito nelle campagne di rilevazione sismica (geologica), nella successiva attività di trivellazione e nella costruzione dell'impianto di trattamento di gas a *Samburgskoye*, con l'obiettivo di aumentare la produzione di gas e contribuire alla diversificazione delle fonti di approvvigionamento di gas in Europa.

SeverEnergia è un esempio di come due grandi società energetiche, come Enel e ENI, possano unire le proprie competenze e risorse in una *joint venture* per perseguire opportunità di business nel settore energetico, in questo caso specifico nella produzione di gas naturale in Russia.

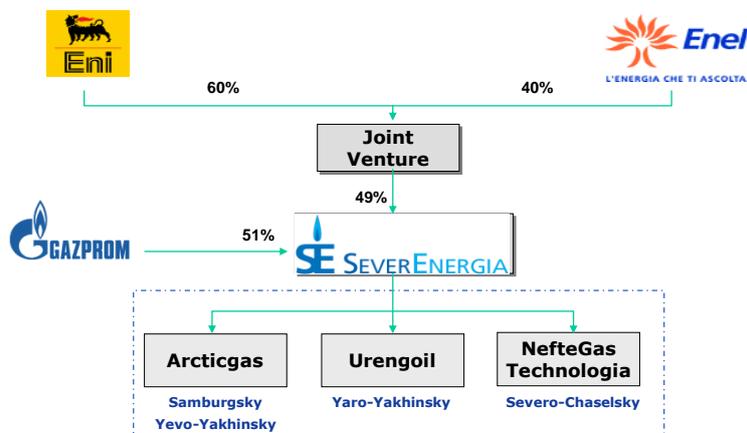
La costituzione di questa *joint venture* ha permesso ad Enel e ENI di accedere alle risorse di gas naturale nella regione *Yaml-Nenets*, contribuendo a diversificare le fonti di approvvigionamento per entrambe le società, nonché condividere risorse, competenze e *know-how* nella produzione di gas naturale, ottimizzando le operazioni e riducendo i costi operativi.

Per di più *SeverEnergia* non si è limitata soltanto a garantire una maggiore sicurezza energetica per Enel e ENI, offrendo loro una fonte aggiuntiva di approvvigionamento di gas naturale e quindi riducendone la dipendenza da altre fonti, ma ha reso disponibili maggiori opportunità di mercato nel settore del gas naturale in Russia.

Secondo gli accordi presi fra la *joint venture* italiana e le istituzioni russe, il colosso russo *Gazprom* sarebbe entrato in un momento successivo nella *joint venture* acquisendo, attraverso un'opzione *call*, il 51% di *SeverEnergia*, opzione

che avrebbe comportato una volta esercitata la contestuale diluizione delle due società italiane.⁴

A tal proposito si veda di seguito la mappa geografica con l'indicazione della presenza dei giacimenti di *SeverEnergia* e la struttura societaria successiva all'ingresso di *Gazprom*⁵.



Nel giugno 2007 Enel acquisisce, attraverso un'asta pubblica, una quota del 25,03% della società di generazione *JCS Fifth Generation Company*, ovrerosia OGK-5, che possiede quattro centrali termoelettriche con una capacità totale di circa 8.700 MW, con un importo pagato da Enel al termine della procedura d'asta di oltre un miliardo e mezzo di dollari.

Con l'acquisizione di OGK-5 Enel porta avanti la strategia di sviluppo di una solida posizione integrata nel settore energetico in Russia, che segue

⁴ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2009/09/gazprom-perfeziona-lacquisizione-del-51-di-severenergia>.

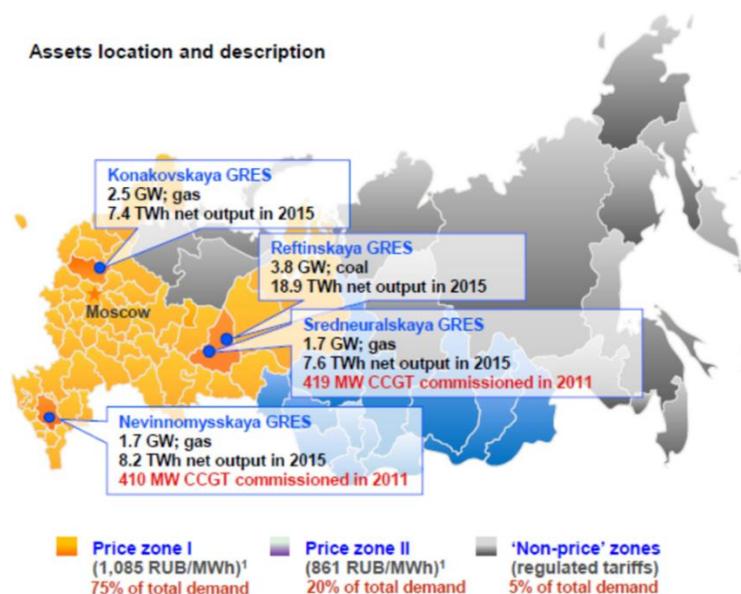
⁵ Documento interno "2010-09-24 Cascade USG SeverEnergia (Final)".

l'acquisizione delle riserve di gas nella penisola di *Yamal* e l'ingresso nella fornitura di energia elettrica attraverso la *joint venture Rusenergobyt*, e per la prima volta un'azienda elettrica italiana entra come *partner* strategico nel capitale di uno dei principali produttori di energia elettrica in Russia.

Fondata nel 2004 nell'ambito della riforma del settore, OGK-5 è una delle sei società di generazione termica all'ingrosso in Russia, con *asset* strategicamente situati in alcune delle regioni più sviluppate e in più rapida crescita del Paese, tra cui:

- 2.400 MW di capacità a gas presso *Konakovskaya GRES* nella regione di *Tver* (Russia centrale);
- 1.290 MW di capacità a gas presso *Nevinnomysskaya GRES* nella regione di *Stavropol* (Russia meridionale);
- 3.800 MW di capacità alimentata a carbone presso *Reftinskaya GRES* nella regione di *Sverdlovsk* (Urali);
- 1.182 MW di capacità a gas presso *Sredneuralskaya GRES* nella regione di *Sverdlovsk* (Urali).⁶

Nel grafico sottostante è riportata la cartina geografica con la presenza delle quattro centrali nel territorio russo, con alcune informazioni aggiornate sui KPI operativi⁷.



⁶ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2007/06/enel-si-aggiudica-il-25-della-russa-ogk-5>.

⁷ Documento interno "2016.09.08 Enel Russia VR_ext".

Successivamente Enel avrebbe perfezionato l'acquisizione dapprima di un ulteriore 4,96% del capitale sociale di *OGK-5* e successivamente di un ulteriore 29,99%, per un complessivo prezzo di acquisizione (considerando anche l'iniziale asta sulla prima *tranche*) di 2,6 miliardi di euro per una *stake* finale di circa il 60%⁸.

Enel controlla di fatto la società *OGK-5* e si pone come interlocutore e attore principale nel panorama energetico russo.

1.3 L'acquisizione in Romania: 2005-2008

Come per la Russia Enel dimostra grande interesse in egual misura anche per la Romania, Paese nel quale si manifesta nel 2005 un'opportunità di crescita, in occasione di un processo di privatizzazione organizzato dal governo rumeno, a cui Enel partecipa aggiudicandosi alcune reti della distribuzione elettrica nel processo di asta competitiva.

Enel intravede nell'acquisizione delle reti di distribuzione in Romania l'opportunità di estrarre valore da asset sino a quel momento operati e gestiti in maniera poco efficiente dagli operatori locali. Infatti, Enel è in grado di migliorare la gestione e le *operations* delle società acquisite applicandovi le migliori performance e le *best practices* consolidate sulle reti Italiane. Diventa fin da subito evidente che, investendo nelle reti di distribuzione specialmente di un Paese poco sviluppato come la Romania, si sarebbe presentata anche l'opportunità di migliorare le performance operative, riducendo e ottimizzando le perdite legate alla distribuzione, sfruttando le proprie esperienze, qualità e competenze e avendo anche la possibilità di offrire al consumatore un servizio migliore. Infatti, sarebbe stato senz'altro meno profittevole per Enel investire in una rete altamente efficiente, sostenendo un costo di acquisizione più alto, senza avere la possibilità di sviluppo e miglioramento dell'asset acquisito. Investendo invece in una rete distributiva mal funzionante e obsoleta come quella rumena,

⁸ <https://corporate.enel.it/it/media/press/d/2008/03/in-base-ai-risultati-definitivi-dellopa-enel-risulta-titolare-del-5980-del-capitale-di-ogk-5>.

Enel avrebbe estratto maggior valore dall'investimento. Questa acquisizione ha permesso inoltre ad Enel un'ulteriore diversificazione geografica del proprio portafoglio di attività, riducendo la propria dipendenza dai mercati domestici e aumentandone la presenza nei mercati internazionali, così da ridurre sempre di più i rischi associati a una concentrazione eccessiva in un solo mercato.

L'acquisizione in Romania rappresenta il primo investimento in una rete di distribuzione al di fuori dell'Italia, poiché i precedenti in Slovacchia e Russia sono legati prevalentemente al settore delle generazione.

Il primo passo avviene a Bucarest il 17 giugno 2004, quando Enel e *OPSPI* - l'Ufficio rumeno per le Privatizzazioni del Ministero dell'Economia e del Commercio – firmano un protocollo per l'acquisizione da parte di Enel di una partecipazione del 51% in due società che rappresentano circa il 20% della distribuzione e vendita di energia elettrica: *Electrica Banat* ed *Electrica Dobrogea*.

Enel offre un corrispettivo totale di 112 milioni di euro per l'acquisizione del 51% delle due società.

Come parte dell'accordo, Enel avrebbe assunto il controllo della gestione al momento del *closing*, perfezionatosi poi nell'aprile 2005.

Nel mese di giugno del 2008 Enel e la società statale *Electrica S.A.* concludono infine l'accordo per l'acquisizione di *Electrica Muntenia Sud* (EMS), firmando i documenti finali per la vendita a Enel di una quota di controllo del 64,4% di EMS, che diventa quindi la terza distributrice rumena di proprietà del gruppo italiano. Il valore complessivo dell'operazione ammonta a circa 820 milioni di euro, di cui 395 milioni di euro per l'acquisizione del 50% del capitale sociale di EMS e 425 milioni di euro come aumento di capitale del restante 14,4%, con la seguente struttura azionaria finale di EMS: Enel 64,4%, *Fondul Proprietatea* 12% e *Electrica* 23,6%⁹.

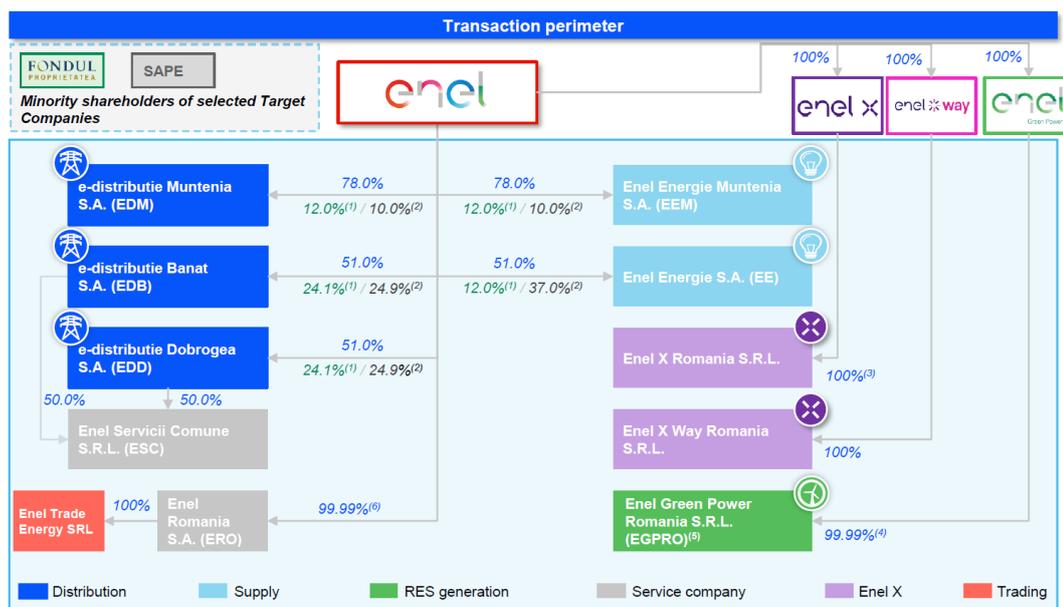
L'acquisizione di *Muntenia Sud* rappresenta non solo un rafforzamento della posizione di Enel in Romania ma anche una tappa fondamentale nella liberalizzazione del settore elettrico rumeno; infatti, l'obiettivo proposto dall'ex amministratore delegato dell'Enel Conti è quello di portare avanti un ambizioso piano di investimenti per *Muntenia Sud*, pari a 1 miliardo di euro in 15 anni, per

⁹ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2008/06/enel-acquista-il-pieno-controllo-di-electrica-muntenia-sud>.

aumentare la qualità dei servizi e potenziare la rete elettrica a vantaggio dei clienti. Enel vanta anche l'ambizione di diventare un operatore energetico verticalmente integrato in Romania, prevalentemente attraverso lo sviluppo di progetti di generazione nelle tecnologie rinnovabili.

Dopo nove anni, nel 2017, Enel avrebbe annunciato il perfezionamento da parte della sua controllata *Enel Investment Holding B.V.* dell'acquisizione da *SAPE S.A.* (la holding statale rumena che detiene partecipazioni statali) di un ulteriore 13,6% del capitale sociale di *E-Distributie Muntenia S.A.* ("EDM") ed *Enel Energie Muntenia S.A.* ("EEM") per un corrispettivo complessivo di circa 400 milioni di euro, aumentando di conseguenza la partecipazione in EDM ed EEM a circa il 78% del capitale sociale di ciascuna società rispetto al 64,4% precedentemente detenuto¹⁰.

Nella tabella sottostante è riportato l'organigramma societario aggiornato del Gruppo Enel in Romania¹¹.



1.4 Il vero *game changer* – l'acquisizione di Endesa (2007-2009)

Rispetto alle altre acquisizioni sopra descritte, quella di Endesa rappresenta un vero e proprio *game changer*, andando ad impattare notevolmente sul perimetro e sulla dimensione del gruppo Enel, essendo i KPI finanziari di Endesa non

¹⁰ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2017/04/enel-acquisisce-un-ulteriore-136-del-capitale-delle-controllate-rumene-e--distributie-muntenia-ed-enel-energie-muntenia->

¹¹ Documento interno "02.03.2023 - Delibera Romania - v7".

molto lontani dai valori di riferimento di Enel. L'acquisizione di Endesa si pone, fra l'altro, non solo gli obiettivi di crescita, diversificazione geografica ed espansione internazionale, ma anche quello di conseguire importanti sinergie di costo, ricavo, tecnologiche e organizzative, ad esempio attraverso le economie di scala raggiungibili mediante la condivisione delle migliori pratiche operative e la riduzione dei costi di approvvigionamento frutto di una maggiore capacità di negoziazione con i fornitori. L'Enel avrebbe beneficiato di una solida struttura di *governance* che le avrebbe consentito di rafforzare in modo sostanziale la propria posizione di *leadership* in Spagna e America Latina.

La transazione su Endesa è stata definita come una vera e propria acquisizione *transformational*, poiché ha cambiato radicalmente i connotati di Enel, facendola espandere geograficamente non solo nella penisola iberica, ma anche in America Latina, dove sarebbe diventata il primo operatore elettrico. In precedenza, la presenza di Enel in America Latina era limitata e incentrata sulle energie rinnovabili. Con l'acquisizione di Endesa, Enel accede a nuove tecnologie, esperienze e competenze nel settore energetico, migliorando la propria posizione competitiva sul mercato, attraverso l'adozione di soluzioni innovative e penetrando anche nei settori della distribuzione e del *retail*. Tutto questo si va ad aggiungere alla possibilità di diversificare la propria offerta di prodotti e servizi e il mix energetico, grazie all'inclusione di una quota significativa di energia proveniente da fonti rinnovabili, come l'energia idroelettrica, eolica e solare, presenti nel portafoglio di Endesa.

Enel sarebbe così diventata una vera e propria multinazionale energetica, dopo una "battaglia" per il controllo di Endesa durata più di due anni con la tedesca E.ON. La strategia di crescita del colosso energetico italiano, passata per la Slovacchia, l'Est Europa (Russia e Romania), poteva dirsi con l'operazione Endesa, se non conclusa, almeno arrivata ad uno snodo decisivo. Questa crescita viene confermata dall'aumento della capacità produttiva di Enel che, con l'acquisizione di Endesa, arriva a 100mila Megawatt di generazione, 60 milioni di clienti (di cui 12 acquisiti in Spagna e Portogallo e altri 11 nel Sud America). Enel viene di diritto collocata tra i giganti europei e mondiali dell'energia.

La strategia perseguita da Enel per acquisire il controllo di Endesa è stata caratterizzata dall'acquisto iniziale di un pacchetto minoritario di azioni, dal successivo consolidamento e infine dall'offerta di pubblico acquisto (cosiddetta

OPA), fino alla ristrutturazione e integrazione di Endesa nel gruppo Enel. Questo processo ha dunque richiesto uno sforzo importante di pianificazione e negoziazione nonché il monitoraggio e la gestione della normativa di riferimento e una continua comunicazione con gli stakeholders interessati.

Il processo si avvia nel febbraio del 2007, quando Enel informa di aver completato l'acquisizione di 105.800.000 azioni di Endesa SA, pari al 9,99% del capitale sociale della società spagnola, al prezzo di 39 euro per azione¹². Successivamente, sempre allo stesso riferimento di prezzo, attraverso diverse operazioni di *share swap*, Enel raggiunge una soglia del capitale prossima ma ancora inferiore al 25%, *threshold* limite per far scattare l'obbligo di OPA.

Nello stesso periodo, mentre è in corso l'OPA di E.ON su Endesa ad un prezzo di 40 euro per azione, Enel sottoscrive con la spagnola Acciona (azionista di Endesa con una quota superiore al 20%) un patto parasociale, con l'obiettivo di condividere il controllo di Endesa dopo averne conseguito la quota di maggioranza attraverso un processo di OPA competitiva rispetto a quella di E.ON. Acciona ed Enel decidono pertanto di lanciare un'offerta di acquisto su Endesa, ad un prezzo di 41 euro per azione, circa 1 euro superiore all'offerta di E.ON. L'accordo tra Enel e Acciona, subordinato al mancato raggiungimento da parte di E.ON di una quota superiore al 50% di Endesa nella sua offerta concorrente, viene giudicato positivamente dal mercato e all'OPA aderisce più del 46% del capitale di Endesa; in base agli accordi fra Enel e Acciona, il 42% circa viene assegnato ad Enel mentre il 4% ad Acciona, quindi le partecipazioni detenute in Endesa da Enel e Acciona successivamente all'OPA risultano rispettivamente pari al 67% circa per Enel e al 25% per Acciona, per un totale di circa il 92,06% del capitale di Endesa. L'investimento complessivo per Enel per l'acquisto del 67% del capitale di Endesa raggiunge 27 miliardi di euro circa¹³. Nel 2008 Enel cede ad E.ON, in attuazione del contratto stipulato un anno prima tra la stessa Enel, Acciona ed E.ON, alcune attività del Gruppo Endesa e del Gruppo Enel individuate di comune accordo tra le parti.

Le attività di Endesa cedute a E.ON includono gli asset e le attività di trading localizzate in Italia, Francia, Polonia e Turchia, nonché le centrali

¹² <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2007/02/enel-acquista-il-999-di-endesa>.

¹³ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2007/03/enel-e-acciona-firmano-accordo-per-la-gestione-di-endesa>; <https://www.lastampa.it/economia/2007/10/06/news/opa-conclusa-endesa-e-dell-enel-1.37116311/>.

termoelettriche spagnole di Tarragona (impianto a ciclo combinato per una capacità installata di 395 MW) e di Los Barrios (impianto a carbone per una capacità installata di 567,5 MW).

Le attività del Gruppo Enel cedute a E.ON comprendono invece le partecipazioni nelle società Viesgo (Enel Viesgo Generacion S.L., Enel Viesgo Servicios S.L. ed Electra de Viesgo Distribucion S.L.), ad eccezione della partecipazione del 50% al capitale di Enel Union Fenosa Renovables S.A.

La suddetta operazione di cessione ad E.ON consente al gruppo Enel di ridurre l'indebitamento finanziario netto consolidato di circa 8,4 miliardi di euro, mitigando parzialmente l'importante esborso finanziario derivante dall'acquisizione di Endesa¹⁴.

Successivamente, nel giugno del 2009, Enel acquisisce la partecipazione del 25,01% di Acciona per 9,6 miliardi di euro, arrivando a detenere una quota del 92,06% di Endesa nonché il pieno controllo della società.

Negli anni successivi Enel persegue un piano strategico di ristrutturazione e integrazione di Endesa nel suo gruppo, al fine di ottenerne vantaggi operativi ed economici, nelle diverse aree di business e al livello *corporate*, di cui si parlerà nei successivi paragrafi dell'elaborato (Capitolo 2)¹⁵.

Si conclude così una lunga storia che, a raccontarla dall'inizio, avrebbe dovuto svolgersi in terra di Francia con l'acquisizione della francese Suez da parte di Enel, operazione che era stata stoppata dall'opposizione congiunta del governo e dell'establishment economico e finanziario d'oltralpe decisi a difendere i loro campioni nazionali da ogni appetito straniero fino al punto da mettere insieme due ex concorrenti come Suez e Gaz de France. Enel aveva quindi virato la propria attenzione sulla Spagna, individuando Endesa come nuovo obiettivo di espansione internazionale riuscendo, come sopra descritto, a completare con successo l'OPA sul colosso energetico iberico insieme ad Acciona, con il supporto del governo spagnolo che aveva invece osteggiato la scalata lanciata dalla tedesca E.ON.

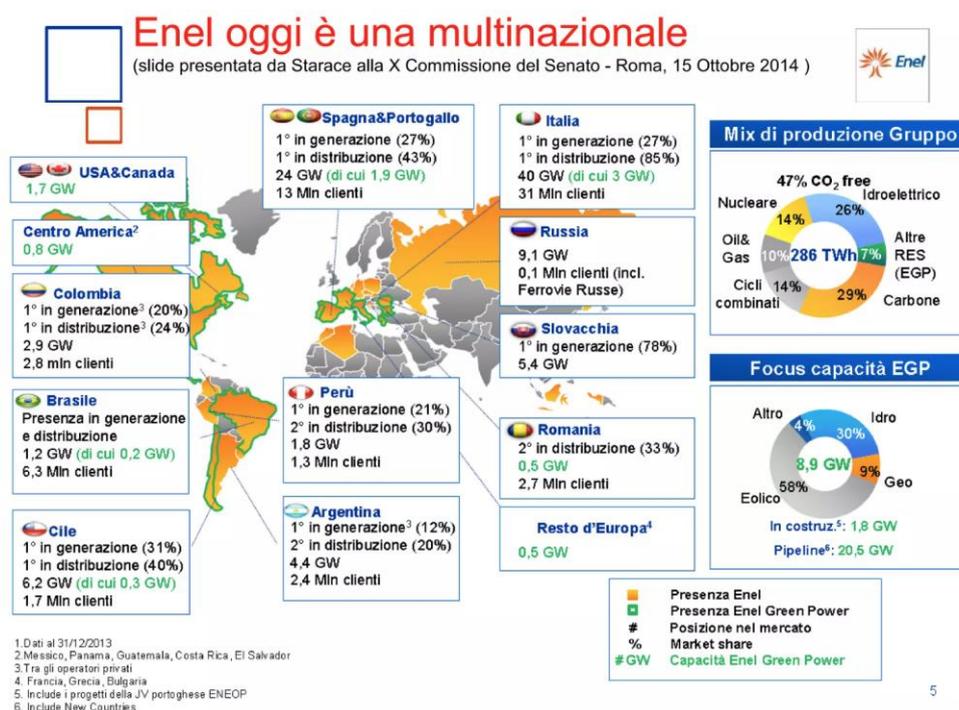
Nel 2014 Enel decide infine di alleggerire la propria presenza in Endesa vendendo una quota di minoranza del 22%, pertanto mantenendo sempre il

¹⁴ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2008/06/perfezionata-la-cessione-delle-attivita-di-endesa-e-di-enel-a-eon>.

¹⁵ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2009/02/enel-raggiunto-laccordo-con-acciona-per-lacquisizione-del-2501-di-endesa>.

controllo con una quota del 70% del capitale. La cessione del 22%, attraverso un'offerta pubblica di vendita in Spagna rivolta ai piccoli investitori e un'altra destinata invece agli investitori istituzionali spagnoli e internazionali, porta oltre 3 miliardi di euro nelle casse del gruppo guidato dal nuovo CEO Francesco Starace¹⁶.

Nel grafico sotto riportato si evidenzia la presenza internazionale del gruppo Enel alla fine del 2014, risultato delle operazioni di acquisizione internazionale realizzate nel decennio 2005-2014, descritte nel presente capitolo dell'elaborato.



¹⁶https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/11/05/news/enel_colloca_fino_al_22_della_controllata_spagnola_endesa-99800196/.

CAPITOLO 2

TITOLO

Capitolo 2 Le operazioni di ristrutturazione societaria

2.1 La nascita e lo sviluppo di Enel Green Power

Il 2008 viene ricordato come l'anno in cui il sistema finanziario globale era collassato anche per colpa di politiche inflessibili, è stato un anno di forte volatilità nel mercato petrolifero con oscillazioni impulsive dei prezzi del petrolio che hanno messo in crisi i tradizionali sistemi energetici. L'obiettivo di Enel Green Power ("Egp") è quello di concentrarsi su un'accelerazione del processo di decarbonizzazione dell'economia, al fine di affrontare l'aumento delle temperature globali e definire un nuovo concetto di sviluppo sostenibile. Egp nasce in questo periodo per contribuire in modo decisivo alla sfida contro i cambiamenti climatici e alla ricerca di una maggiore sicurezza energetica. In questi anni sembra necessario dover creare una realtà aziendale profondamente innovativa e "rivoluzionaria", con una propria identità e uno spirito di profonda

coesione interna, che trovi punti di unione e di sviluppo comuni.

Nel management di Enel si avverte la necessità di dover creare qualcosa di completamente innovativo, si comprende la necessità di affidarsi a quelle che sarebbero state le energie del futuro, ovvero le fonti rinnovabili.

Enel Green Power viene fondata l'1 dicembre 2008 per concentrare le attività di Enel nella produzione di energia da fonti rinnovabili in un unico veicolo societario. Vengono progressivamente conferite ad Egp le attività del ramo delle rinnovabili in Italia, sino ad allora detenute da Enel Produzione, e quelle facenti capo ad *Enel Investment Holding* all'estero, fra cui Enel Latin America BV, Enel Erelis, Endesa.

Alla nuova società costituita fanno quindi capo tutte le attività di Enel nell'eolico, solare, geotermico, idroelettrico e biomasse, in Europa, Nord America, Centro e Sud America. Con oltre 17 miliardi di chilowattora prodotti

da acqua, sole, vento e calore della terra, la società è già al momento della sua nascita il vero leader di settore a livello mondiale per l'energia prodotta senza emissioni.

Alla sua nascita, con circa 4.300 MW di potenza installata, Enel Green Power è la prima realtà italiana con un business integrato a livello internazionale nel settore delle fonti rinnovabili di energia nonché la prima in Europa per capacità produttiva: per l'appunto produce già oltre 17 miliardi di chilowattora, sufficienti a soddisfare i consumi di circa 6,5 milioni di famiglie, evitando l'emissione in atmosfera di 13 milioni di tonnellate di CO₂ ogni anno.

Enel Green Power, già alla sua nascita, può contare su una diffusa presenza nel settore a livello mondiale. In particolare, vanta:

- in Italia circa 2.500 MW installati, principalmente idroelettrico (1.500 MW) e geotermico (quasi 700 MW), seguiti dall'eolico (poco più di 300 MW);
- in Spagna quasi 400 MW installati, quasi interamente con tecnologia eolica;
- in Nord America quasi 600 MW installati, prevalentemente eolico (più di 200 MW) e idroelettrico (più di 300 MW);
- in America Latina quasi 700 MW installati di idroelettrico;
- inoltre, circa 100 MW di eolico installati in Francia e in Grecia e nuovi progetti in fase di sviluppo in alcuni Paesi dell'est europeo (Romania e Bulgaria).

A Enel Green Power fa inoltre capo anche *Enel.si*, società leader nazionale nel settore del fotovoltaico e solare termico, con una quota di mercato del 35%, che opera sia direttamente sia attraverso una rete in franchising di oltre 400 installatori.

Alla fine del 2010, Enel Green Power viene quotata sul mercato MTA di Borsa Italiana e questa operazione rappresenta la più grande *Ipo* condotta in Europa negli ultimi tre anni, con la quota maggiore dell'operazione finita nel portafoglio di investitori istituzionali. L'offerta globale di vendita comporta l'assegnazione di oltre 1 miliardo e mezzo di azioni, pari al 30,8% del capitale sociale, consentendo ad Enel di realizzare un incasso complessivo di circa 2,4 miliardi di euro, mentre la quota di partecipazione di Enel in Egp si attesta intorno al 69,2% del capitale sociale.

Tra il 2011 e il 2012 Egp si sviluppa con l'eolico nell'intero continente americano, in particolare in Brasile con la prima di una lunga serie di installazioni alimentate dal vento ma anche negli Stati Uniti, precisamente negli stati dell'Oklahoma e del Kansas. La crescita avviene anche nei paesi centro-americani, ad esempio nel 2012 con l'inaugurazione della centrale idroelettrica di Palo Viejo, in Guatemala, da 85 MW.

Accanto alle evoluzioni del business, tra il 2013 e il 2015 anche all'interno di Egp si afferma un nuovo modello, basato sulla sostenibilità: “*Creazione di Valore condiviso*” (Creating Shared Value, CSV), elaborato nel 2011 da *Mark Porter e Mark Kramer*, nel quale la sostenibilità è la strada da seguire in ogni scelta e un approccio strategico negli ambiti di ideazione, progettazione, costruzione e gestione degli impianti. Ognuna di queste fasi si contraddistingue per un'attenzione particolare alla protezione ambientale, all'uso razionale delle risorse, alla promozione della salute e della sicurezza sul lavoro, all'economia circolare e alla creazione di nuove opportunità di sviluppo per le comunità locali. In questi anni, dunque, si realizza una vera e propria svolta per Egp, poiché da un lato le sue esperienze e capacità continuano a crescere mentre dall'altro si alimenta sempre più la convinzione che solo l'eccellenza nell'*execution*, quindi nella costruzione di impianti, dei team e delle tecnologie utilizzate, l'avrebbero sostenuta nel guidare la rivoluzione delle energie *green*¹⁷.

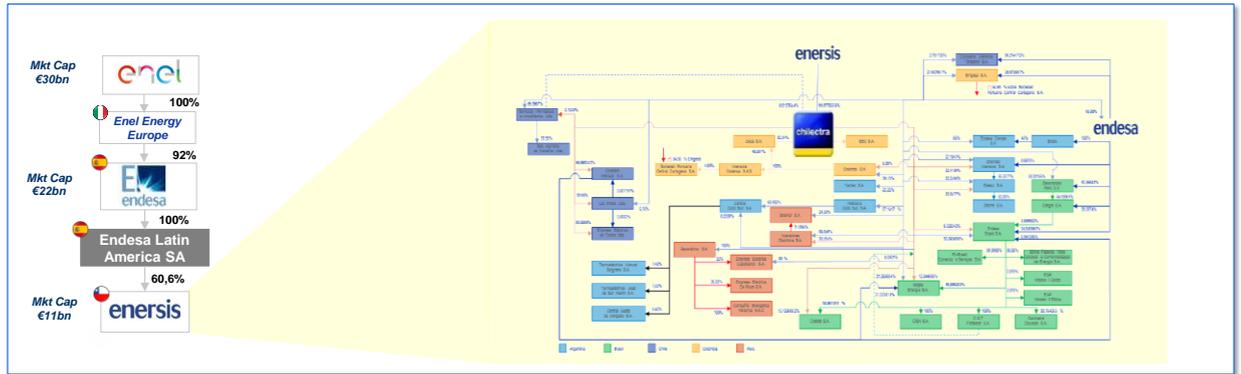
2.2 Operazioni di ristrutturazione societaria negli ultimi 10 anni: la semplificazione geografica, di business e finanziaria

2.2a La separazione dell'Iberia dall'America Latina

Agli inizi del 2014 la struttura societaria ed organizzativa del gruppo Enel in Iberia e America Latina risulta alquanto complessa. Come si evince dal grafico sottostante, le attività latino-americane sono direttamente controllate dalla Spagna, tramite Endesa¹⁸.

¹⁷ https://it.wikipedia.org/wiki/Enel_Green_Power.

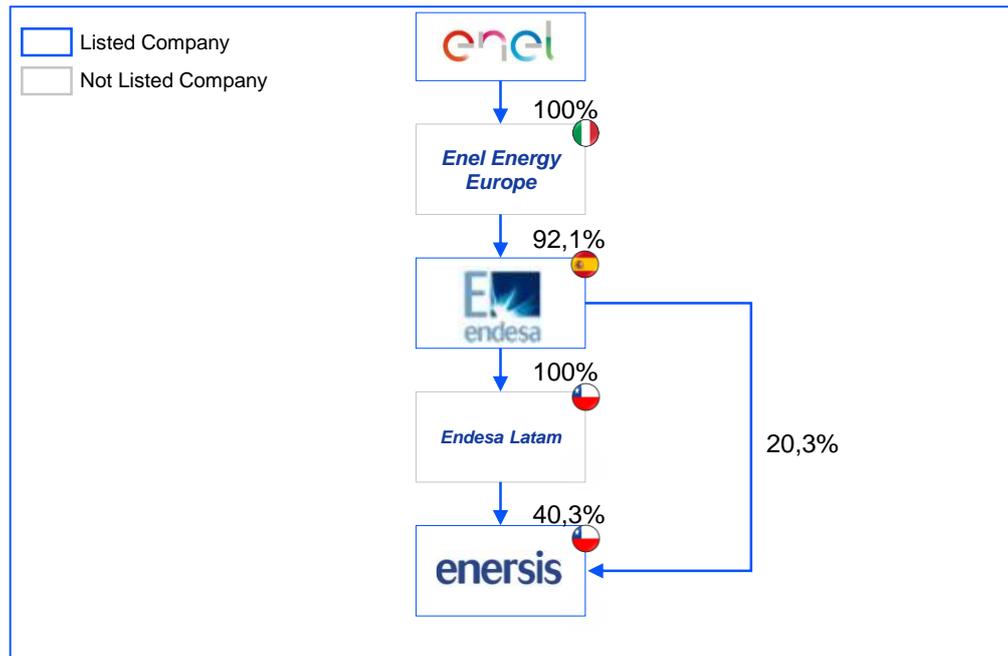
¹⁸ Documento interno “20200604 - Enel Americas - Presentation V11”



Inoltre, è evidente la presenza di molti layers societari, con diverse minoranze azionarie, tra l'Italia e l'America Latina, che determina un interesse economico in America Latina fortemente ridotto per Enel (*leakages*). Questa struttura complessa, che prevede molte partecipazioni incrociate tra Europa (Italia e Spagna) e le società latino-americane, comporta una mancanza di focus industriale al livello regionale (Spagna e America Latina) e una scarsa comprensione da parte del mercato dell'*equity story* di Endesa e di Enersis (subholding delle attività latino-americane controllata al 60% circa dalla stessa Endesa).

Il grafico sottostante mostra la *corporate structure* iniziale al 2014 prima delle operazioni di ristrutturazione societaria che riguarderanno i Paesi dell'America Latina¹⁹.

¹⁹ Documento interno "20200604 - Enel Americas - Presentation V11".



I principali obiettivi del piano di riorganizzazione delle attività del gruppo Enel in Iberia e America Latina all'inizio del 2014 sono i seguenti:

- semplificare la catena di controllo e allineare la struttura aziendale all'organizzazione del gruppo, creando così le basi per l'ottimizzazione dei flussi di cassa;
- creare una nuova *equity story* per Endesa con un management completamente dedicato all'Iberia, rifocalizzando le operazioni di Endesa come azienda leader nel mercato dell'energia nella penisola iberica, attraverso un nuovo piano aziendale incentrato sullo sviluppo delle attuali piattaforme di business e sull'innovazione del modello energetico;
- favorire la creazione di valore per gli azionisti di Endesa, anche attraverso l'ottimizzazione della struttura finanziaria e l'adozione di una politica di dividendi stabile e ben definita (si veda il grafico sotto riportato, che mostra una creazione di valore di oltre il 50% per gli azionisti di Endesa a seguito dell'operazione di ristrutturazione societaria dell'America Latina);

Una historia de creación de valor



- razionalizzare la struttura societaria portando le attività latino-americane a diretto controllo di Enel in linea con la nuova organizzazione del gruppo, semplificando la *supply chain control* delle società operative in Latam e creando le condizioni per l'ottimizzazione dei flussi finanziari;
- cristallizzare il valore per Enel dell'investimento in Endesa attraverso la vendita di una quota di minoranza (22%) in un re-IPO, incrementando la liquidità del titolo²⁰.

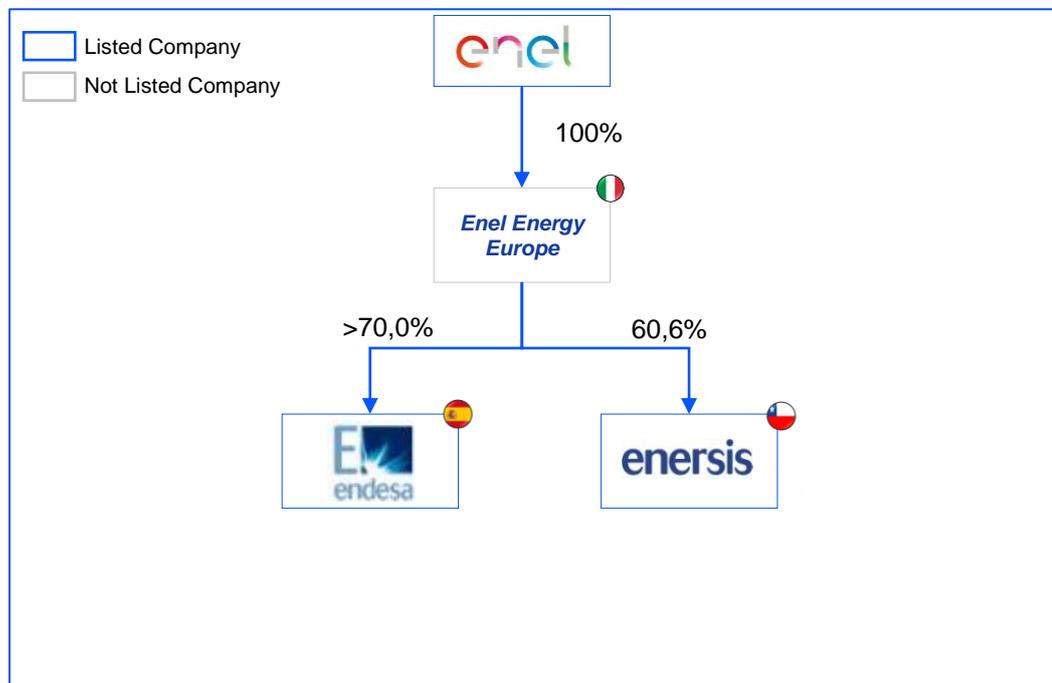
Nello specifico il progetto si articola nelle seguenti fasi:

1. Riorganizzazione societaria. Enel Energy Europe S.L., società di diritto spagnolo interamente controllata da Enel e che a sua volta detiene il 92,06% di Endesa, presenta una proposta per l'acquisizione del 60,62% delle quote detenute direttamente e indirettamente da Endesa nella società cilena Enersis S.A., capogruppo delle attività in America Latina. In particolare, le quote da acquisire sono il 20,30% di Enersis detenuto direttamente da Endesa e il 100% di Endesa Latinoamérica S.A., che a sua volta detiene il 40,32% di Enersis. Il corrispettivo dell'operazione, determinato a condizioni di mercato (*fair value*) utilizzando procedure e metodi di valutazione generalmente accettati a livello internazionale, con l'assistenza di consulenti indipendenti, che rilasciano le relative *fairness opinion*, è pari ad oltre 8 miliardi di euro;
2. La distribuzione di un dividendo straordinario da parte di Endesa ai suoi azionisti pari al valore della suddetta vendita delle partecipazioni in Enersis, a cui si somma la distribuzione di un dividendo addizionale di oltre 6 miliardi di euro per raggiungere una struttura di capitale più efficiente;

²⁰ Documento interno "20230315 - MA Presentation Gaeta".

3. Il lancio di una Re-IPO da parte di Enel per la cessione sul mercato del 22% del capitale sociale di Endesa, per un controvalore di oltre 3 miliardi di euro, a seguito del quale la partecipazione diretta di Enel in Endesa scende al 70%²¹.

Le fasi della riorganizzazione sopra descritta vengono completate alla fine del 2014, dopo aver ricevuto le autorizzazioni necessarie per il completamento dell'operazione. Il grafico sottostante riporta l'*end game* dell'operazione²².



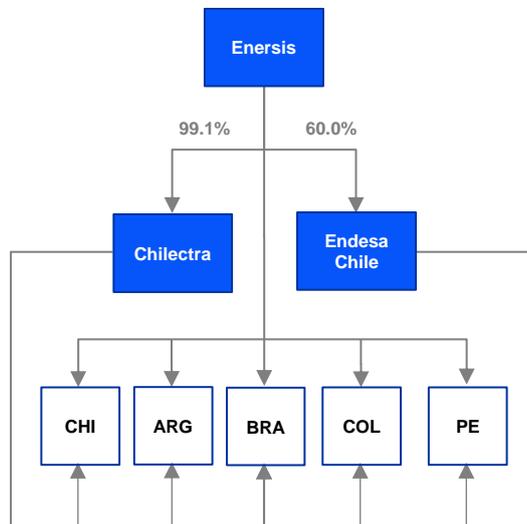
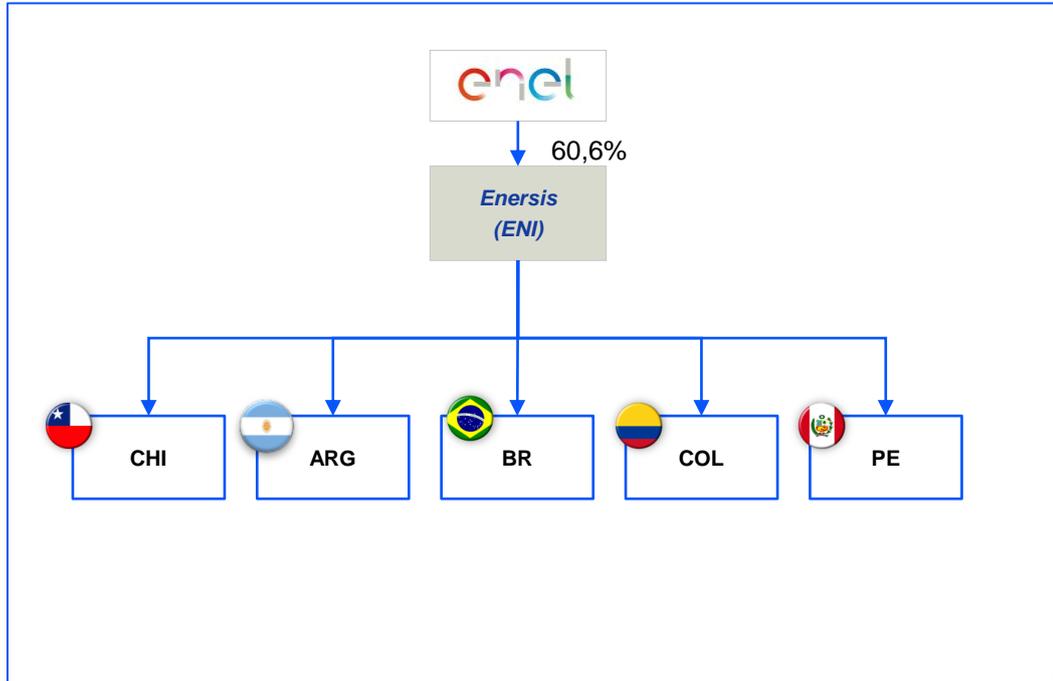
2.2b La razionalizzazione del perimetro latino-americano

Dopo aver separato le attività iberiche da quelle latino-americane e riportato queste ultime sotto il diretto controllo di Enel, si rende necessaria la riorganizzazione della scatola societaria Enersis, nella quale insistono tutte le partecipazioni societarie di proprietà del gruppo Enel in America Latina. I grafici riportati sotto mostrano la *corporate structure* di Enersis alla fine del

²¹ Documento interno "20230315 - MA Presentation Gaeta".

²² Documento interno "20200604 - Enel Americas - Presentation V11".

2014, prima delle operazioni di ristrutturazione societaria che avrebbero riguardato esclusivamente i Paesi dell'America Latina, che sarebbero state implementate nel corso del 2016²³.



Il rationale strategico di questa operazione consiste nel:

- separare la holding cilena dal resto delle partecipate latino-americane (Argentina, Brasile, Colombia e Peru), permettendo l'implementazione

²³ Documento interno "20200604 - Enel Americas - Presentation V11".

di una strategia ad hoc focalizzata sul Cile che presenta dinamiche di mercato differenti rispetto agli altri Paesi latino-americani;

- ottimizzare il processo decisionale, attraverso una ri-focalizzazione industriale e manageriale per Paese in linea con la strategia e l'organizzazione globale del gruppo;
- ridurre il costo della complessità e aumentare l'efficienza operativa²⁴.

Nello specifico il progetto si articola come di seguito rappresentato: Enersis, Chilectra and Endesa Chile, le tre società cilene descritte nel grafico di cui sopra, si fondono, dando successivamente luogo ad uno *split* da cui si originano due *sub-holding*: la prima, Enersis Chile, detiene gli asset e i business cileni (generazione e distribuzione) mentre la seconda, Enersis Americas, detiene i business nei restanti Paesi sudamericani, quali Argentina, Brasile, Colombia e Peru²⁵.

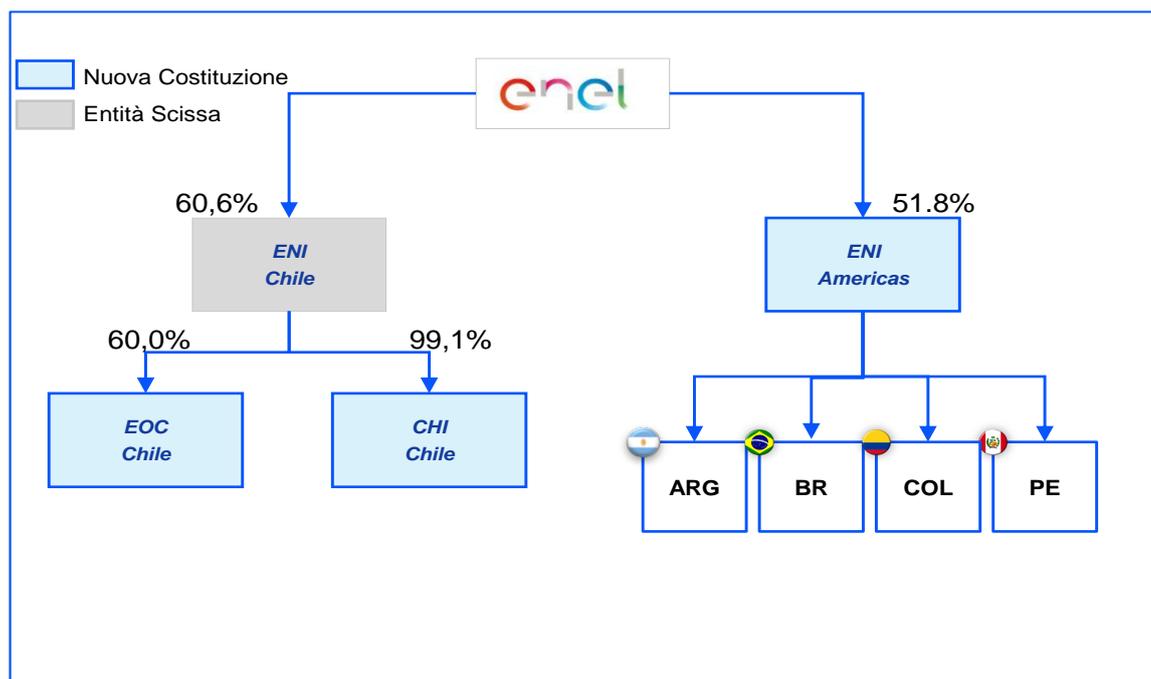
Successivamente Enersis Chile sarebbe stata rinominata Enel Chile, società quotata in Cile e alla Borsa di New York (NYSE), avendo sotto due società controllate: Enel Chile Distribución (la ex Chilectra) ed Enel Chile Generación (precedentemente Endesa Chile), anch'esse quotate alla Borsa cilena. Enersis Americas sarebbe stata rinominata Enel Americas, società quotata alla Borsa cilena e al NYSE, da cui sarebbe successivamente uscita dopo qualche anno (*delisting*).

Le fasi della riorganizzazione sopra descritta vengono perfezionate nel 2016. Il grafico sottostante riporta l'*end game* dell'operazione²⁶.

²⁴ Documento interno "20230315 - MA Presentation Gaeta".

²⁵ Documento interno "20230315 - MA Presentation Gaeta".

²⁶ Documento interno "20230315 - MA Presentation Gaeta".



2.2c La fusione tra Enel ed Enel Green Power

Le motivazioni dell'operazione sono legate ai profondi cambiamenti nel settore energetico a livello globale nel corso della metà del secondo decennio degli anni duemila, come l'evoluzione tecnologica e il cambiamento del ruolo del cliente, che rendono necessaria l'integrazione tra fonti rinnovabili e tradizionali con l'ammodernamento della rete elettrica. Le società elettriche si stanno sempre di più trasformando da semplici produttori e distributori di energia a fornitori di servizi a valore aggiunto e l'integrazione di Egp in Enel viene vista come un modo per adattarsi a questi cambiamenti. L'obiettivo ultimo che si vuole perseguire è infatti quello di valorizzare al meglio le fonti rinnovabili.

Alcuni fenomeni stanno profondamente mutando il paradigma energetico a livello mondiale: l'aumento della domanda di energia guidata dalla crescita economica e dal processo di urbanizzazione nei Paesi emergenti, l'elevata volatilità dei prezzi delle commodities, la crescente competitività delle fonti rinnovabili, lo sviluppo delle nuove tecnologie, l'efficienza energetica e la maggiore attenzione e sensibilità verso i temi ambientali.

In questo "mondo" il settore delle rinnovabili assume un ruolo sempre più predominante, sia per la crescente competitività delle tecnologie meno mature

– eolico e solare – innescata dal rapido progresso tecnologico, sia per il contributo offerto al modello energetico in ottica di sostenibilità ambientale.

Le grandi utilities si erano mosse negli anni precedenti per cogliere le opportunità offerte dal business delle rinnovabili, attraverso la costituzione di società interamente dedicate allo sviluppo e alla gestione di impianti rinnovabili. In questo contesto, nel 2008 Enel aveva creato Enel Green Power, veicolo societario nel quale aveva concentrato le attività di produzione di energia da fonti rinnovabili, procedendo alla sua successiva quotazione in Borsa nel 2010.

Nel corso degli ultimi anni, si sono evidenziati numerosi segnali di cambiamento del modello energetico, innescato inizialmente dal rapido sviluppo su larga scala delle fonti rinnovabili, con le conseguenti tematiche connesse alla necessità di adeguamento delle reti. A ciò si è accompagnata la comparsa di nuovi fenomeni quali, tra gli altri, la generazione distribuita, l'efficienza energetica, la mobilità elettrica e l'*energy storage*, che stanno sempre di più determinando una trasformazione radicale nei comportamenti dei consumatori, sempre più attivi sia come “produttori” di energia che come “gestori” dei propri consumi elettrici. Su ciò si innesta anche il bisogno di sviluppare nuove tecnologie che permettano al sistema elettrico di evolvere verso un modello maggiormente integrato tra le fonti di generazione convenzionali e quindi programmabili e quelle rinnovabili, settore quest'ultimo che continua ad essere caratterizzato da un elevato tasso di crescita a livello globale.

Tale crescita si manifesta principalmente attraverso due direttrici. Da un lato nei mercati emergenti (caratterizzati da una crescita economica ed un elevato processo di urbanizzazione) le rinnovabili rappresentano la risposta più rapida all'aumento della domanda di energia elettrica, dall'altro anche nei mercati maturi esistono opportunità di sviluppo per le rinnovabili, supportate da un processo di progressivo smantellamento della capacità di generazione convenzionale (in particolare quella relativa agli impianti a carbone) e di sostituzione con nuova capacità rinnovabile, soprattutto da fonte eolica e solare, caratterizzata da tempi rapidi di messa in esercizio, contenuti rischi di esecuzione e costi competitivi.

La sempre maggiore necessità di integrazione tra le fonti rinnovabili e quelle tradizionali, le reti di distribuzione ed il mercato (“sistema unico integrato”), sta portando rapidamente ad un ammodernamento della rete elettrica, attraverso la digitalizzazione e gli *smart meter*, trasformando di fatto le utilities energetiche come Enel da semplici produttori e distributori di energia a fornitori di servizi e ottimizzatori di sistemi. Questo fenomeno sta facendo emergere nuove opportunità di business che le utilities saranno pronte a cogliere solo se si posizioneranno quali operatori globali e integrati nel sistema elettrico²⁷.

Come anticipato sopra, all’interno del settore energetico, il peso delle rinnovabili sta assumendo un ruolo sempre più predominante nel mix tecnologico di generazione.

Il medesimo fenomeno si registra anche nel gruppo Enel.

Negli ultimi anni Enel Green Power ha raggiunto importanti risultati sia operativi che economico-finanziari. Il peso delle energie rinnovabili all’interno del mix tecnologico è, infatti, passato da 5,8 GW di capacità installata nel 2010 (anno dell’IPO di Egp) a circa 10 GW (+70% circa) nel 2015, mentre la percentuale dell’EBITDA del gruppo Enel derivante dalle energie rinnovabili è passata dall’8% al 14% circa nello stesso periodo, da 1,3 miliardi di euro nel 2010 a circa 2 miliardi di euro nel 2015, con una presenza internazionale (espressa in percentuale rispetto alla capacità installata) salita dal 54% del 2010 a quasi il 70% del 2015.

Nel grafico sotto riportato si evidenzia la crescita della società, nei 5 anni intercorsi dall’IPO fino al 2015, negli indicatori operativi e finanziari²⁸.

²⁷ Documento interno “12-11-2015 - Informativa su Progetto x – DEFINITIVA”.

²⁸ Documento interno “2015-09-28_Presentation_v39”.



Inoltre, a fronte delle consistenti opportunità offerte dal mercato, per il quinquennio successivo è previsto un aumento degli investimenti di sviluppo nelle energie rinnovabili, che dovrebbero raggiungere circa il 50% degli investimenti di crescita del gruppo.

Nonostante l'andamento positivo sopra descritto, come si evince dal grafico riportato sopra, la performance di borsa del titolo Egp non pare riflettere a pieno i risultati raggiunti e il significativo potenziale di crescita.

Il quadro sopra descritto rende quindi naturale pensare a una maggiore integrazione, all'interno del Gruppo Enel, della divisione energie rinnovabili.

Tale integrazione, che porterebbe Enel a detenere l'intero capitale di Enel Green Power con il conseguente *delisting* della stessa, consentirebbe di allineare la rilevante allocazione di capitale di crescita di tale società con una adeguata percentuale di controllo della stessa nonché massimizzare il profilo di rischio ed il rendimento per il gruppo Enel.

Inoltre, l'operazione potrebbe consentire una maggiore valorizzazione degli asset rinnovabili, che, come già accennato, non sono allo stato adeguatamente valutati dal mercato.

L'operazione sarebbe altresì in linea con l'obiettivo di Enel di ridurre progressivamente le minoranze nelle società partecipate, anche al fine di trovare una maggiore simmetria fra gli impegni finanziari funzionali allo sviluppo di Egp e il ritorno degli investimenti per il gruppo.

Le attuali condizioni di mercato e le predette motivazioni strategiche, industriali e finanziarie conseguenti all'integrazione rendono pertanto opportuno avviare il percorso proposto da completare in tempi brevi.

Le motivazioni industriali di questa integrazione del business delle energie rinnovabili nel gruppo Enel seguono due direzioni: la crescita e l'integrazione operativa. Dal punto di vista della crescita, l'operazione consentirebbe ad Enel di creare maggiore valore, accelerare gli investimenti e implementare una strategia di gestione del portafoglio. Allo stesso tempo, l'integrazione con Enel offrirebbe a Egp la possibilità di realizzare diverse iniziative di crescita nel settore delle energie rinnovabili, sfruttando la solidità finanziaria di Enel.

Per quanto riguarda l'integrazione operativa, questa si basa sulla realizzazione di sinergie operative e gestionali grazie alla condivisione di competenze imprenditoriali, all'amministrazione congiunta delle diverse filiere produttive e all'utilizzo della solidità finanziaria di Enel.

Un'altra motivazione economica per l'implementazione dell'operazione di integrazione è la riduzione del rischio "merchant" nei mercati di competenza Enel ed Egp, grazie all'integrazione verticale dei due gruppi e alla gestione centralizzata delle coperture dei volumi prodotti e del rischio connesso ad un'ottimizzazione del piano di manutenzione a livello integrato del parco rinnovabile e convenzionale e ad una maggiore competitività commerciale garantita dalla gestione sinergica degli asset rinnovabili con quelli convenzionali.

La stessa Egp e i suoi azionisti (inclusi quelli minoritari) hanno motivazioni proprie per supportare ed approvare questa operazione, tra cui cogliere opportunità di creazione di valore tramite una gestione attiva del proprio portafoglio di asset (*active portfolio management*), la riduzione degli oneri e dei costi operativi e gestionali, la maggiore flessibilità gestionale e organizzativa, la semplificazione della struttura di *governance* dell'azienda e una conseguente riduzione della complessità aziendale, che avrebbe comportato una maggiore velocità nei processi decisionali.

L'operazione proposta da un lato fornirebbe nuova e consistente flessibilità finanziaria e strategica a Egp, superandone gli attuali vincoli alla crescita di medio-periodo, in una fase di significative opportunità di sviluppo offerte dal settore delle energie rinnovabili; dall'altro lato, consentirebbe agli attuali azionisti di Egp di continuare a partecipare ad un business in crescita come quello delle energie rinnovabili all'interno della piattaforma Enel, nonché godere degli ulteriori benefici derivanti dalla maggior capacità finanziaria e dal

profilo di diversificazione del gruppo Enel, avvalendosi peraltro di un titolo azionario, come quello Enel, caratterizzato da più ampio flottante ed una elevata liquidità²⁹.

L'operazione si perfeziona attraverso le seguenti fasi:

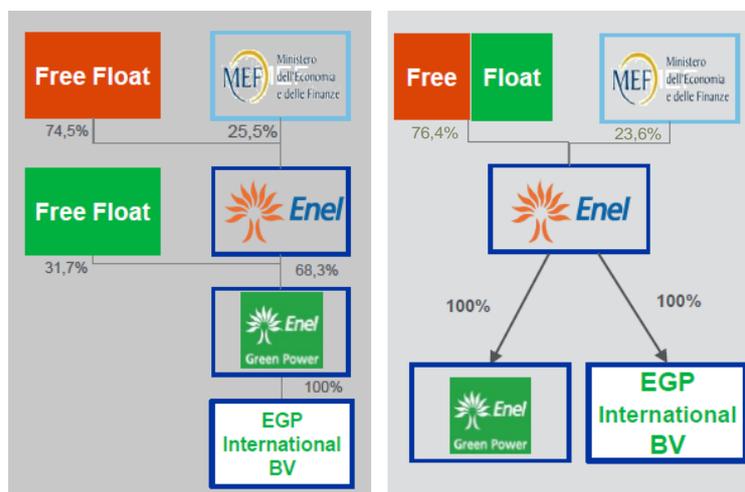
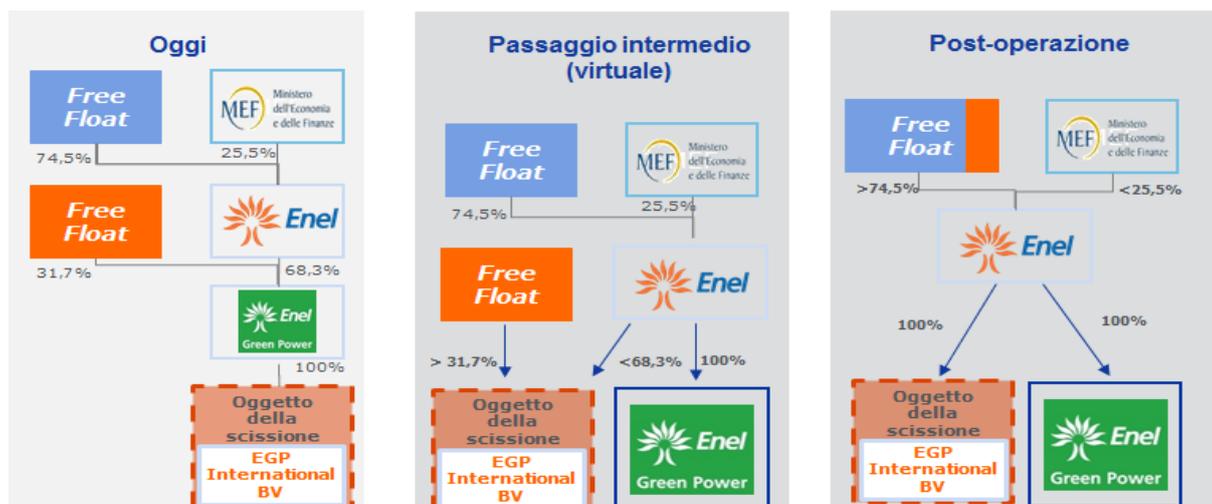
- una scissione parziale non proporzionale di Egp in Enel con a) l'assegnazione in favore della beneficiaria Enel del ramo d'azienda costituito dalla quasi totalità delle attività estere e dalle attività finanziarie a riporto di EGP International BV e b) il mantenimento di tutte le attività italiane e delle residue partecipazioni estere in capo a Egp;
- a fronte di tale assegnazione, vengono annullate le azioni Egp riferibili al compendio scisso e attribuite a tutti gli azionisti di Egp azioni Enel di nuova emissione, sulla base del rapporto di concambio pari a n. 0,486 azioni Enel di nuova emissione per ciascuna azione Egp portata in concambio;
- a seguito della scissione pertanto:
 - Enel detiene il 100% di Egp post scissione, che viene conseguentemente de-listata;
 - ai soci di Egp diversi da Enel (che detengono circa 1,6 miliardi di azioni Egp per un controvalore di oltre 3 miliardi di euro) vengono assegnate azioni Enel di nuova emissione, con conseguente diluizione degli attuali azionisti;
 - le azioni Enel di nuova emissione attribuite all'Enel medesima vengono annullate contestualmente all'emissione stessa, senza che si proceda mai alla loro assegnazione;
- i soci di minoranza di Egp che non concorrono all'approvazione della scissione possono esercitare, in alternativa, il diritto di recesso o il diritto di vendere a Enel le proprie azioni (al prezzo fissato per il recesso). Il perfezionamento della scissione viene subordinato alla circostanza che il valore di liquidazione complessivo delle azioni Egp per le quali

²⁹ Documento interno "2015-09-28_Presentation_v39".

dovessero essere validamente esercitati il Diritto di Recesso e/o il Diritto di Vendita non sia superiore a 300 milioni di Euro³⁰.

L'operazione si perfeziona con l'approvazione dell'assemblea straordinaria di Enel in data 11 gennaio 2016.

Il grafico sotto riporta la situazione iniziale e finale dell'operazione, con i relativi impatti sulla compagine sociale di Enel, fra cui si registra la riduzione della partecipazione diretta del Ministero dell'Economia e delle Finanze che passa dal 25,5% pre-operazione al 23,6% del capitale sociale post-operazione³¹.



³⁰ Documento interno "2015-10-21_Presentation_21 ottobre 2015".

³¹ Documento interno "2015-11-05_Presentation_12 novembre 2015".

CAPITOLO 3

TITOLO

Capitolo 3 Le operazioni straordinarie negli ultimi 10 anni

3.1 Le nuove acquisizioni

Dopo aver avviato e completato il processo di internazionalizzazione e realizzato le operazioni di ristrutturazione societaria che hanno interessato prevalentemente il vecchio perimetro societario di Endesa e in particolare delle società dell’America Latina, Enel si appresta a vivere, sotto la guida dell’amministratore delegato Francesco Starace, una stagione di nuove acquisizioni.

In questo capitolo vengono descritte le principali acquisizioni realizzate dal gruppo Enel negli ultimi anni, descrivendone il rationale strategico e i principali impatti da un punto di vista operativo e finanziario.

Nell’ottobre del 2016, Enel sottoscrive gli accordi vincolanti relativi all’operazione volta all’integrazione tra la controllata Enel OpEn Fiber S.p.A. (“EOF”) e il gruppo facente capo a Metroweb Italia S.p.A. (“Metroweb”), detenuta per il 46,2% da Cassa Depositi e Prestiti e per il restante 53,8% da F2i. L’operazione si sostanzia nell’ordine: (i) in un apporto di capitale a favore di EOF da parte di Enel e CDP Equity S.p.A. (“CDPE”), affinché EOF disponga delle risorse necessarie per l’acquisto della totalità del capitale di Metroweb (all’esito di tale apporto di capitale, Enel e CDPE verranno a detenere una partecipazione paritetica 50-50 nel capitale di EOF); (ii) nell’acquisto da parte di EOF della totalità del capitale di Metroweb, detenuto da F2i SGR S.p.A. (“F2i”) e da FSI Investimenti S.p.A. (CDP Equity), per un corrispettivo di circa 714 milioni di euro; (iii) nella fusione per incorporazione di Metroweb e delle società da essa interamente controllate nella società del gruppo denominata Metroweb S.p.A.; (iv) nella successiva fusione per incorporazione di Metroweb S.p.A. in EOF (“NewCo”).

Fa parte dell’accordo anche l’opzione di F2i di reinvestire nella NewCo, mediante l’acquisizione dalle medesime Enel e CDPE di una partecipazione fino

al 30% del capitale della società, con un prezzo di esercizio di tale opzione basato sul valore dell'acquisizione di Metroweb.

A seguito dell'Operazione, la NewCo sarà controllata congiuntamente da Enel e CDPE (anche in caso di reinvestimento di F2i) e pertanto consolidata da Enel secondo il metodo del patrimonio netto.

L'attuazione dell'Operazione permetterà a EOF di:

- accelerare lo sviluppo del progetto di realizzazione della rete in fibra ottica in Italia;
- ampliare il perimetro di cablaggio, sviluppando un'offerta commerciale che includa le più importanti città italiane e, quindi, che risulti di interesse per tutti gli operatori alternativi che apprezzano un progetto su scala nazionale (il gruppo Metroweb ha cablato la città di Milano e, al momento dell'acquisizione sta cablando le città di Bologna e Torino);
- sfruttare determinate competenze industriali e il *know-how* sviluppati dal gruppo Metroweb;
- migliorare il profilo finanziario del progetto e, quindi, le sue opportunità di finanziamento.

L'operazione sopra menzionata viene completata fra la fine del 2016 e gli inizi del 2017³².

Nel 2017 continua lo "shopping" del gruppo Enel attraverso l'acquisizione di asset e di business non propriamente *core* che le permettono di integrare la propria offerta di servizi alla propria base clienti.

Dopo aver acquistato agli inizi del 2017 il 100% di Demand Energy Networks, società statunitense specializzata in sistemi intelligenti e di accumulo di energia, nell'agosto 2017 il gruppo Enel perfeziona l'acquisizione di EnerNOC, azienda americana leader nei servizi di gestione energetica intelligente.

L'operazione viene realizzata attraverso il veicolo societario Enel Green Power North America ("EGPNA"), che completa l'acquisizione di EnerNOC in seguito alla buona riuscita dell'offerta di pubblico acquisto su tutte le azioni circolanti di EnerNOC, Inc. al prezzo cash di 7,67 dollari per azione (che include un premio del 42% circa rispetto al prezzo di chiusura della società al 21 giugno 2017 e del 38% rispetto al prezzo medio ponderato su 30 giorni), per un corrispettivo totale

³² <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2016/10/enel-sottoscrive-gli-accordi-per-lacquisizione-di-metroweb>.

di circa 250 milioni di dollari. A seguito dell'offerta e della successiva fusione (a cui seguirà il *delisting* di EnerNOC), EGPNA acquisisce il 100% di EnerNOC, fornitore leader negli Stati Uniti nel settore della gestione della domanda (*demand response*) e dei servizi energetici per utility, clienti commerciali, istituzionali e industriali. Con il perfezionamento di questa operazione, Enel rafforza la capacità di trarre vantaggio dall'evoluzione tecnologica e digitale in atto nel settore energetico e apre la strada alla creazione di nuove opportunità di business innovativi, in risposta ai mutevoli bisogni della propria base clienti, in forte crescita.

Con questa operazione, Enel incorpora gli oltre 8.000 clienti di EnerNOC, i 14.000 siti che gestisce e una capacità di *demand response* pari a 6 GW. EnerNOC ha reti di *active demand response* in Nord America, Europa e Asia. Inoltre, fornisce un software di *energy intelligence* che consente alle imprese di aumentare l'efficienza energetica delle proprie strutture, semplificare la gestione della bolletta e facilitare attività di reporting. Gli strumenti e i servizi di approvvigionamento energetico della società aiutano i clienti ad acquistare l'energia in modo più strategico, a gestire i rischi e ottimizzare i prezzi.

I sistemi di *demand response* consentono ai consumatori commerciali e industriali di rispondere ai segnali di mercato aumentando o riducendo il proprio consumo energetico, con l'obiettivo di rispondere ai picchi di offerta o domanda elettrica, consentendo una maggiore flessibilità di rete, una maggiore stabilità e un utilizzo più efficiente delle infrastrutture e delle risorse energetiche. Grazie alla partecipazione a tali sistemi di gestione della domanda, i clienti possono beneficiare di una ripartizione della remunerazione, quando consentito dalla normativa³³.

Nel giugno 2018 Enel, tramite Enel X International S.r.l., interamente controllata da Enel X S.r.l. ("Enel X"), la società per soluzioni energetiche avanzate del Gruppo Enel, firma un accordo con una holding controllata dal fondo Sixth Cinven Fund, gestito dalla società di *private equity* internazionale Cinven, per l'acquisto, a fronte di un investimento di 150 milioni di euro, di circa il 21% del capitale di una società veicolo ("NewCo"), nella quale confluirà il 100% di Ufinet International, operatore *wholesale* di reti in fibra ottica leader in America

³³ <https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2017/08/enel-group-completes-acquisition-of-leading-us-based-provider-of-smart-energy-management-services-enernoc>.

Latina. Sixth Cinven Fund, a sua volta, deterrà circa il 79% del capitale della NewCo.

In base all'accordo, Enel X International avrà inoltre un'opzione *call* per acquisire la partecipazione di Sixth Cinven Fund, che potrà esercitare tra il 31 dicembre 2020 e il 31 dicembre 2021, a fronte di un investimento aggiuntivo compreso fra 1.320 milioni di euro e 2.100 milioni di euro e definito sulla base di determinati indicatori di performance. Enel X International e Sixth Cinven Fund avranno il controllo congiunto di Ufinet International, ciascuno esercitando il 50% dei diritti di voto e dei relativi poteri negli organi decisionali della NewCo.

Ufinet International opera in 14 Paesi dell'America Latina, dove gestisce oltre 49.000 chilometri di fibra di cui circa 17.000 in aree metropolitane, contando su contratti a lungo termine per circa 700 milioni di euro con grandi clienti industriali, tra cui importanti gruppi telefonici multinazionali. Nel 2017 Ufinet International ha generato ricavi per circa 159 milioni di euro. Ufinet International realizza infrastrutture per le telecomunicazioni ed ha un modello di business che limita il rischio degli investimenti. Oltre ai servizi in fibra, Ufinet International fornisce servizi ICT a valore aggiunto, ad esempio servizi *cloud*³⁴. Questa operazione rafforza la leadership di Enel in America Latina nella gestione di infrastrutture, infatti con l'ingresso in Ufinet Enel beneficerà dell'esperienza acquisita in Italia attraverso Open Fiber nello sviluppo di servizi *wholesale ultra-broadband*, e potrà sfruttare le sinergie con le reti di distribuzione elettrica che opera nelle più grandi metropoli dell'America Latina, in presenza di una sempre più rapida crescita della domanda di connettività (si veda al riguardo i grafici riportati in basso)³⁵.

Ufinet International, per la dimensione delle sue attività, per il modello di business sviluppato e per il *footprint* geografico, rappresenta per il Gruppo Enel una significativa opportunità per accelerare lo sviluppo nel settore della banda ultra-larga in America Latina che è parte degli obiettivi di business di Enel X. Con questa operazione, il gruppo Enel potrà conseguire un posizionamento immediato nel mercato latino-americano dei servizi a valore aggiunto e

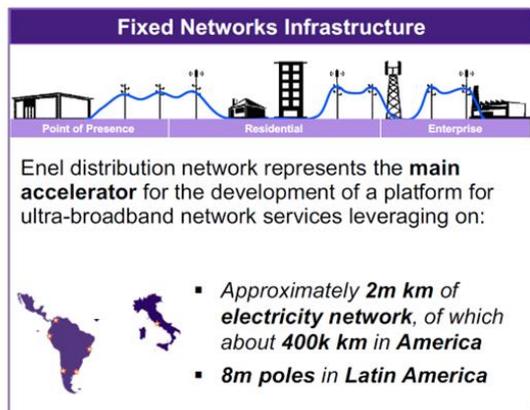
³⁴ <https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2018/06/-enel-acquires-21-of-ufinet-international-a-fibre-optic-network-operator-in-latin-america>.

³⁵ Documento interno "180503 - Project Wave Investment Committee sent".

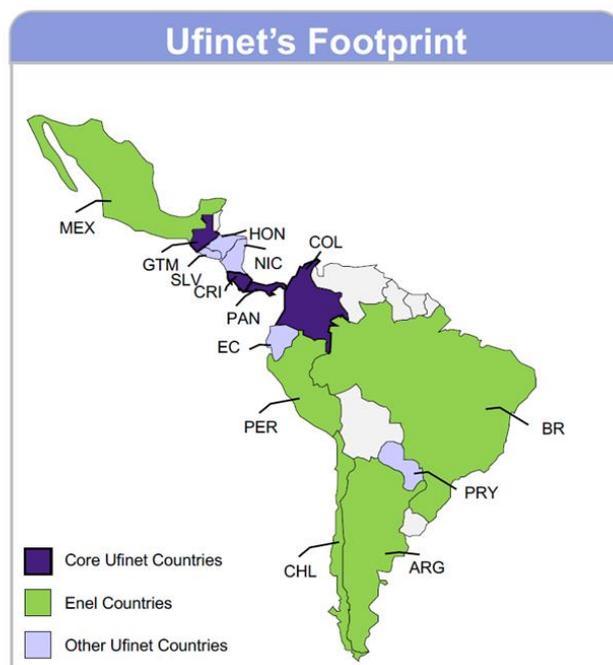
accedendo ad un vasto portafoglio di clienti in un'area geografica caratterizzata da elevati tassi di crescita e di urbanizzazione.

Telecom is a strong fit with our assets, capabilities and diversification objectives

enel x



- ✓ **Faster deployment** of the fiber network
- ✓ **Lower marginal costs**
- ✓ **Enables services** in line with our target proposition, e.g. IoT, Smart Cities
- ✓ **Aligned** with our **broader strategy**, including lower carbon footprint and digitization

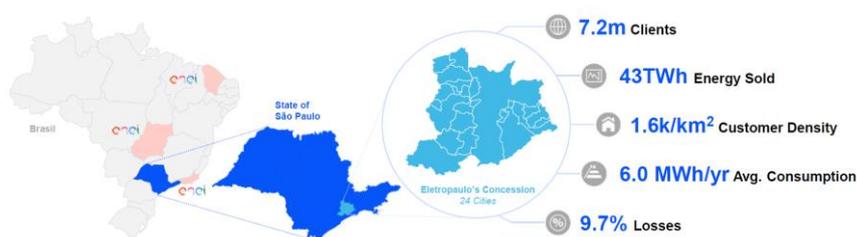


Le acquisizioni realizzate dal gruppo Enel in questi anni riguardano però anche i business cosiddetti *core* del gruppo energetico; è in questo contesto che si inquadra l'acquisizione del colosso brasiliano della distribuzione Eletropaulo. Enel sta guardando in questi anni ad opportunità di crescita nella distribuzione elettrica latino-americana, in particolare in Brasile. Eletropaulo rappresenta un'opportunità interessante di possibile creazione di valore, in considerazione del consolidamento come operatore leader integrato nel settore elettrico brasiliano e dei possibili efficientamenti realizzabili e della possibilità di

migliorare la qualità della rete e dei servizi offerti in una regione non particolarmente complessa del Brasile quale quella dell'area metropolitana di San Paolo, una delle megalopoli più grandi del mondo. Nel grafico sotto riportato si trova una descrizione di Eletropaulo con evidenza dei principali KPI operativi della rete di distribuzione e il rationale strategico che ha guidato la decisione del gruppo guidato da Starace di investire nella distributrice di San Paolo.

Eletropaulo at a Glance

Largest Metropolitan Area of the Most Developed and Industrialized State in Brazil



Eletropaulo is a distribution company in the State of Sao Paulo with a concession area of 4.5 thousand km² (2% of the state), covering 24 municipalities

Investment Rationale

Eletropaulo Represents an Attractive Investment, Operating in Brazil's Most Important Region



- 
- Opportunity to consolidate Enel Américas' presence in Brazil becoming a leading integrated player in that country
 - Leverage on Enel competences for opex reduction and digitalization of distribution grids
 - RAB growth opportunity: RAB recovery opportunity to capture additional growth, maximize returns and improve quality indicators
 - Best way to increase Customer Base with additional ~7 mn premium customers
 - Unique opportunity to boost Enel Américas growth in free market and in the new digital energy services for customers
 - Potential for volume growth with economic recovery

Major potential to increase profitability

Enel avvia i contatti con gli azionisti maggioritari di Eletropaulo (AES and BNDESPAR) fra la fine del 2017 e gli inizi del 2018, in quel momento nessun processo M&A è stato lanciato ma Enel decide di avviare la *due diligence* sulla società brasiliana basandosi sulle informazioni pubbliche, come avviene nella prassi per le società quotate in borsa, con l'obiettivo di valutare se lanciare un'offerta di pubblico acquisto sulle azioni dell'azienda target.

Nell'aprile 2018 Neoenergia, veicolo sudamericano del maggior *competitor* di Enel, il colosso energetico spagnolo Iberdrola, lancia per primo un'offerta di pubblico acquisto, che di fatto sancisce l'avvio di un lungo processo di successive offerte e contro-offerte che si conclude solo nel mese di giugno, allorquando Enel si aggiudica formalmente l'asta per l'acquisizione di Eletropaulo, rilevandone il 73,4% ad un prezzo di 45 reais brasiliani per azione (quota di partecipazione che avrebbe raggiunto più avanti il 95,88% in conseguenza di un aumento di capitale), superando Iberdrola che si era fermata a 39,53 reais per azione. Complessivamente, l'offerta di Enel valorizza Eletropaulo attorno a 4,6 miliardi di dollari al livello di Enterprise Value al 100%.

Con questa operazione Enel diventa il primo operatore nella distribuzione di energia in Brasile con un totale di 17 milioni di clienti e una quota di mercato del 20 per cento (si veda il grafico sotto). Questo spiega anche perché Enel ha avuto un approccio aggressivo nella gara con Iberdrola (il maggior concorrente di Enel in tutto il Sudamerica), arrivando ad offrire con un rialzo di quasi il 40 per cento nell'ultimo rilancio, risultato decisivo per battere Iberdrola.

Con l'acquisizione di Eletropaulo Enel può sfruttare al meglio le economie di scala, trasferendo sulle reti elettriche del Brasile tecnologie e competenze della digitalizzazione che è già stata sperimentata con successo in Italia. Inoltre, Enel punta sulla crescita della domanda in un'area del Paese in cui la popolazione è destinata ad aumentare ulteriormente negli anni a seguire³⁶.

³⁶ Documento interno "Eletropaulo Presentation 5-Jun-2018"; <https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2018/05/enel-wins-final-round-of-electropaulo-tender-offer>.

Enel Américas Positioning

Strategically Positioned as Largest Dx player in Brazil



Number of Customers (m)

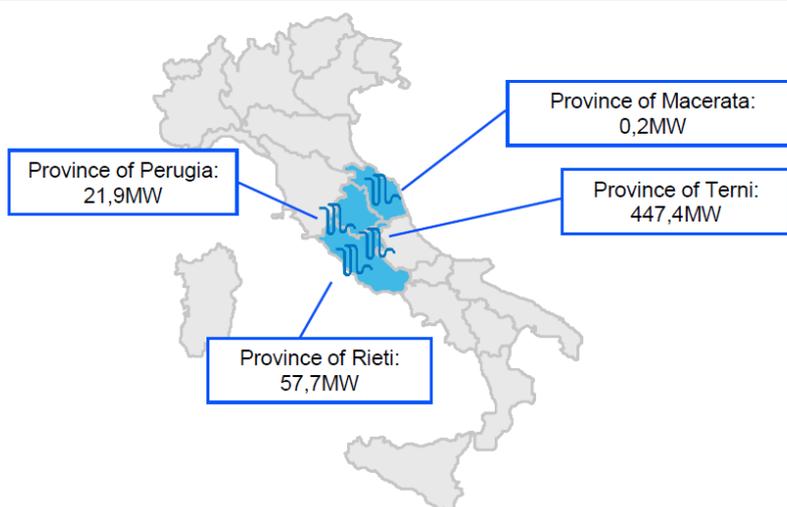


Enel Américas would become the first Brazilian distributor by number of End Users

Nel 2021 e 2022 il gruppo Enel perfeziona altre due acquisizioni, ovvero quella degli asset idroelettrici italiani di proprietà del gruppo ERG e quella di Mooney.

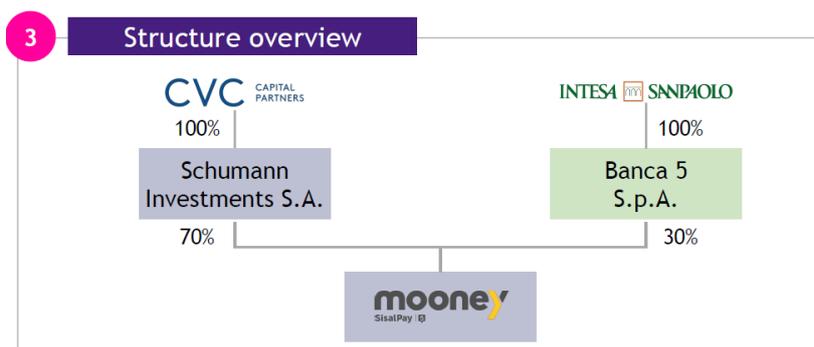
Per quanto attiene alla prima delle due operazioni, Enel acquista il 100% della società ERG Hydro, interamente detenuta dal gruppo ERG e focalizzata sulla generazione rinnovabile da fonte idroelettrica in Italia con circa 527 MW di capacità installata prevalentemente a bacino nel centro Italia (si veda la cartina sotto), siglando l'accordo di compravendita nell'agosto del 2021 e perfezionando l'operazione agli inizi del 2022, per un controvalore di circa 1 miliardo di euro al livello di Enterprise Value 100%.

Geographical Footprint



Questa transazione è sicuramente in linea con la strategia perseguita da Enel, in quanto rappresenta un'opportunità attrattiva nelle rinnovabili in Italia, complementare con il portafoglio di generazione esistente del gruppo, che serve al raggiungimento dell'obiettivo di completa decarbonizzazione. Inoltre, è una delle poche opportunità disponibili in Italia di M&A con un *size* di materialità che permette sinergie operative conseguibili con l'integrazione degli asset di ERG Hydro nella struttura Enel³⁷.

Mooney nasce nel 2019 dall'integrazione di Sisalpay e Banca 5 (gruppo Intesa Sanpaolo), diventando uno dei maggiori player del mercato italiano dei pagamenti, di proprietà del fondo di *private equity* CVC (70%) e Intesa Sanpaolo (30%) (si veda grafico sotto), la cui strategia è quella di fornire servizi di pagamento e bancari (nei canali di prossimità e digitali) attraverso la rete di più di 46.000 punti vendita e l'ecosistema digitale delle carte prepagate e dei servizi alla mobilità ed *e-tolling*.



Mooney è un'azienda attiva nel settore dei servizi di pagamento e, con i suoi circa 46.000 negozi affiliati, è un operatore italiano con un'estesa rete di prossimità che nel 2020 ha registrato ricavi per circa 153 milioni di euro e un EBITDA di circa 82 milioni di euro e vanta 20 milioni di clienti, gestendo ogni anno circa il 20% di tutte le bollette elettriche (pari a circa 18 milioni) emesse dal gruppo Enel. Inoltre, attraverso la partecipazione in MyCicero, Mooney gestisce una piattaforma digitale che fornisce servizi di mobilità (parcheggio e trasporto intermodale) a oltre 2 milioni di clienti.

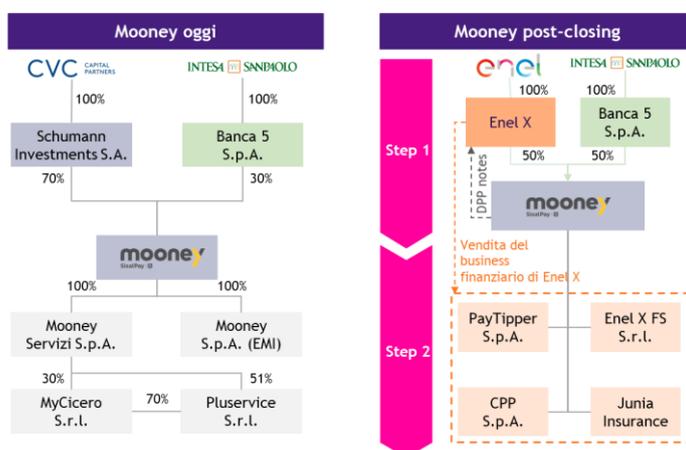
L'operazione viene realizzata dalla controllata di gruppo Enel X S.r.l. e da Banca 5 S.p.A., di proprietà del gruppo Intesa Sanpaolo, attraverso un accordo siglato con il fondo internazionale di *private equity* CVC per l'acquisizione del 70% del

³⁷ Documento interno "20210626 - Pjt 10 Nero - BoD - v8".

capitale sociale del Gruppo Mooney, in funzione del quale Enel X acquisisce il 50% del capitale di Mooney, mentre Banca 5, che già detiene il 30% di Mooney, aumenta la propria partecipazione al 50%, venendosi in tal modo a creare un controllo congiunto di entrambe le parti su Mooney.

Sulla base di un Enterprise Value del 100% di Mooney di 1.385 milioni di euro, Enel X avrebbe pagato un corrispettivo complessivo di circa 225 milioni di euro per la parte di *equity* e 125 milioni di euro per l'acquisto di un preesistente credito vantato da CVC nei confronti di Mooney. Contestualmente, Intesa Sanpaolo avrebbe pagato un corrispettivo di circa 89 milioni di euro per la parte di *equity*.

A seguito del closing che si perfeziona nel mese di luglio 2022, come secondo step della transazione, tutte le attività relative ai servizi finanziari di Enel X in Italia, commercializzate con il marchio Enel X Pay, vengono vendute a Mooney. In particolare, Enel X cede a Mooney, per un corrispettivo di 140 milioni di euro, l'intero capitale sociale di Enel X Financial Services, CityPoste Payment e Paytipper (previo esercizio da parte di Enel X dell'opzione *call* per aumentare la propria partecipazione in quest'ultima società dall'attuale quota del 55%). Nel grafico sotto sono descritte le due fasi dell'operazione.



L'operazione ha una importante valenza industriale grazie alla creazione di una partnership tra Intesa Sanpaolo ed Enel, che accelera il percorso di crescita e sviluppo di Mooney, nei servizi di pagamento di prossimità e digitali, nonché in quelli connessi alla mobilità e al settore energetico. Viene creata una fintech europea congiunta, con una base clienti già solida.

Per Enel l'operazione acquista una valenza strategica che si declina nei seguenti drivers:

- creare un nuovo canale di distribuzione a livello nazionale sfruttando la prossimità e il digitale, con l'opportunità di promuovere prodotti Enel per *Energy* ed *e-Mobility*;
- far fronte alla crescente pressione competitiva esercitata anche da operatori dotati di forte presenza territoriale;
- espansione dell'ecosistema Enel X con una rinforzata offerta di mobilità ed *e-tolling*;
- accelerazione del piano di crescita di Enel X Financial Services nel fintech, con importante generazione di sinergie grazie alla fusione con Mooney che creerà il secondo player dei pagamenti in Italia;
- realizzazione di un importante piano di sinergie e nuovi ricavi attraverso la promozione di prodotti e servizi tramite la rete vendita di Mooney e i suoi canali digitali³⁸.

3.2 Il raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione e le cessioni degli asset termici

Negli ultimi 10 anni il gruppo Enel ha realizzato anche diverse operazioni di cessione di asset, che sono state guidate da due principali motivazioni ovvero la rotazione di portafoglio e il raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione del gruppo che prevedono Emissioni Zero entro il 2040.

Prima di concentrarci sulle cessioni degli asset termici, obiettivo di questo paragrafo, è doveroso menzionare una operazione realizzata da Enel nel corso del 2021 che va ricordata per l'importante risultato finanziario realizzato, ovvero la cessione di Open Fiber.

Si ricorderà che, come descritto al precedente paragrafo, il gruppo Enel aveva fatto il suo ingresso nel settore della fibra italiana con l'acquisizione di Metroweb e il conseguente sviluppo della piattaforma Open Fiber.

³⁸ Documento interno "Italy – Mooney"; <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2021/12/enel-insieme-con-intesa-sanpaolo-per-acquistare-mooney-e-creare-una-fintech-europea>.

Nel 2021 Enel perfeziona l'accordo per la cessione del 50% del capitale di Open Fiber a Macquarie Asset Management, a cui viene ceduto il 40% per un corrispettivo di 2.199 milioni di euro, e a CDP Equity, a cui viene ceduto il 10% per un corrispettivo di 534 milioni di euro.

I contratti sopra indicati prevedono inoltre il riconoscimento in favore di Enel di due *earn-out*, il primo legato alla positiva conclusione di un contenzioso fra Open Fiber e TIM per una condotta anti-competitiva da parte di quest'ultima mentre il secondo connesso alla possibile creazione di valore derivante dall'eventuale implementazione della cosiddetta "rete unica a banda larga" fra Open Fiber e TIM.

Il corrispettivo complessivo incassato da Enel ammonta quindi a circa 2.733 milioni di euro, e comporta la rilevazione di un provento a livello di Gruppo di circa 1.763 milioni di euro e un effetto positivo sull'indebitamento finanziario netto consolidato di circa 2.423 milioni di euro³⁹.

Fra le prime operazioni di cessione di asset termici va menzionata quella del ciclo combinato da 400 MW Marcinelle Energie, ceduto nel 2016 al fornitore di energia elettrica francese Direct Energie S.A. per un corrispettivo di quasi 40 milioni di euro, che sancisce di fatto l'uscita del gruppo italiano dal mercato belga⁴⁰.

Nello stesso anno Enel esce dall'upstream gas italiano, perfezionando la vendita di tutte le attività italiane nel settore E&P detenute attraverso la sua controllata al 100% Enel Longanesi Developments S.r.l. ad una filiale della statunitense AleAnna Resources LLC, operante nel settore della ricerca e produzione di idrocarburi, per un corrispettivo massimo di 30 milioni di euro. Quest'operazione pone in risalto l'impegno di Enel ad attuare la sua strategia anche in un contesto di mercato sfavorevole, che ha visto ridursi l'attività di M&A nel settore upstream di circa l'80% rispetto a due anni prima. La tabella sotto riportata descrive il portafoglio di permessi e licenze in Italia oggetto di cessione ad Aleanna⁴¹.

³⁹ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2021/08/enel-cede-il-50-del-capitale-di-open-fiber-per-2650-milioni-di-euro>; <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2021/12/enel-perfeziona-la-cessione-del-50-del-capitale-di-open-fiber-per-circa-2733-milioni-di-euro>.

⁴⁰ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2016/12/enel-perfeziona-laccordo-per-la-vendita-di-un-impianto-a-ciclo-combinato-belga-da-400-mw->.

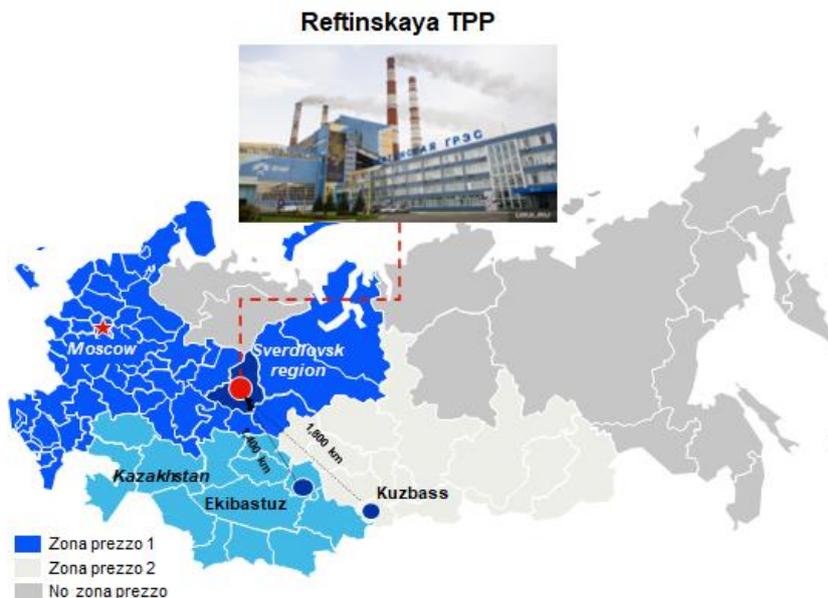
⁴¹ Documento interno "Enel S Europe Upstream MP_tot_rev_Final 16 12 2015".



Nel 2017 Enel perfeziona la vendita della quota del 10% detenuta nella miniera di carbone indonesiana di Bayan all'azionista di controllo per un corrispettivo di 85 milioni di dollari. Questa transazione, insieme a quella di Reftinskaya in Russia di cui parleremo nel prosieguo, rappresenta una pietra miliare dell'impegno profuso dal gruppo guidato dall'allora CEO Francesco Starace per accelerare il più possibile il piano di rotazione degli asset meno strategici per il gruppo e soprattutto la completa decarbonizzazione del proprio business⁴².

Nel 2019 Enel cede la proprietà della centrale a carbone Reftinskaya GRES dalla sua controllata Enel Russia PJSC a JSC Kuzbassenergo, società controllata da Siberian Generating Company, per un corrispettivo di quasi 300 milioni di euro. La centrale di Reftinskaya (si veda sotto la mappa) è la più grande centrale a carbone della Russia, acquisita dal gruppo Enel nel 2007 (come descritto al capitolo 1 di questo elaborato), e vanta una capacità installata di 3.800 MW il cui combustibile principale è per l'appunto il carbone, con un consumo annuo pari a circa 12 milioni di tonnellate.

⁴² <https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2017/10/enel-closes-deal-to-sell-10-of-indonesian-coal-producer-pt-bayan-resources>.



Di seguito vengono rappresentati gli impatti sul Gruppo Enel, in termini di minori emissioni, derivanti dalla vendita dell'impianto, da cui emerge il contributo fondamentale dato dalla cessione dell'asset al miglioramento del bilancio di sostenibilità di Enel, grazie alla riduzione di circa il 19% delle emissioni totali di CO₂

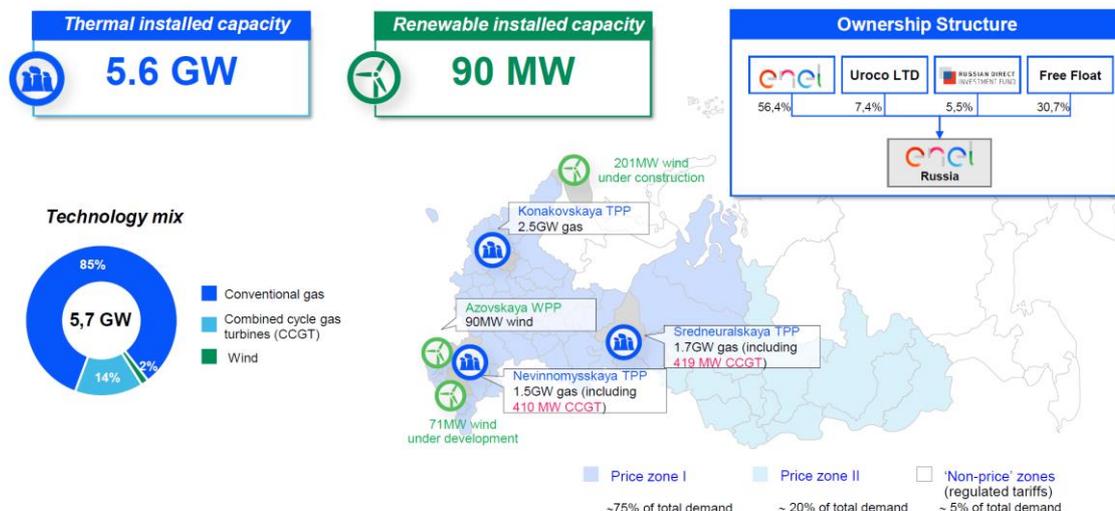
e di quasi il 100% delle emissioni delle polveri⁴³.



Dopo la cessione della centrale di Reftinskaya, il gruppo Enel continua ad operare in Russia attraverso la controllata Enel Russia PJSC (di cui Enel detiene il 56,4% del capitale sociale), il cui portafoglio (come riportato nel grafico

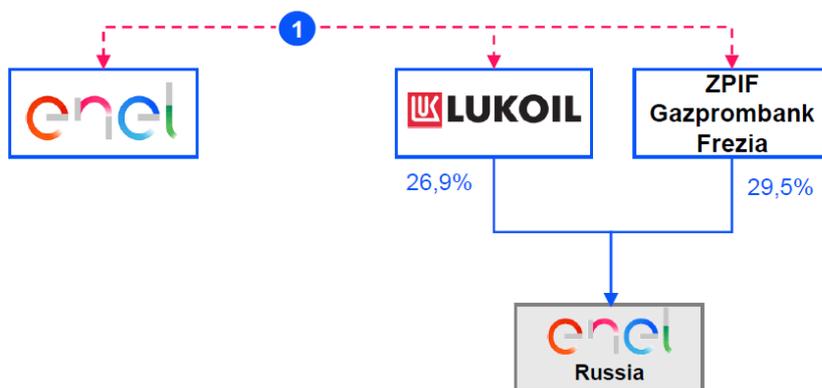
⁴³ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2019/10/enel-russia-completa-il-trasferimento-di-reftinskaya-gres-a-kuzbassenergo>; documento interno "10.04.2019 - RGRES Reftinskaya – presentazione".

sottostante) è composto da circa 5,6 GW di generazione convenzionale a gas e progetti eolici per circa 300 MW.



Con la cessione della propria quota di controllo in Enel Russia, perfezionatasi nel 2022, Enel di fatto completa la propria uscita dalla generazione russa, avviata con la cessione dell'impianto a carbone di Reftinskaya, in un contesto geopolitico fortemente negativo impattato dal conflitto russo-ucraino.

La quota viene ceduta ad un consorzio formato dal gigante del settore energetico russo Lukoil e dal fondo Gazprombank-Frezia, secondo la struttura riportata nel seguente grafico, per un corrispettivo totale pari a circa 137 milioni di euro.



L'operazione complessiva genera un effetto positivo sull'indebitamento finanziario netto consolidato del Gruppo Enel per circa 610 milioni di euro e un impatto negativo sull'utile netto di Gruppo *reported* di circa 1,3 miliardi di euro, principalmente dovuto al rilascio della riserva di conversione cambi per circa 1,0 miliardi di euro, che non avrà alcun impatto sui risultati economici ordinari⁴⁴.

⁴⁴ Documento interno "20220615 - Russia vSent 2";

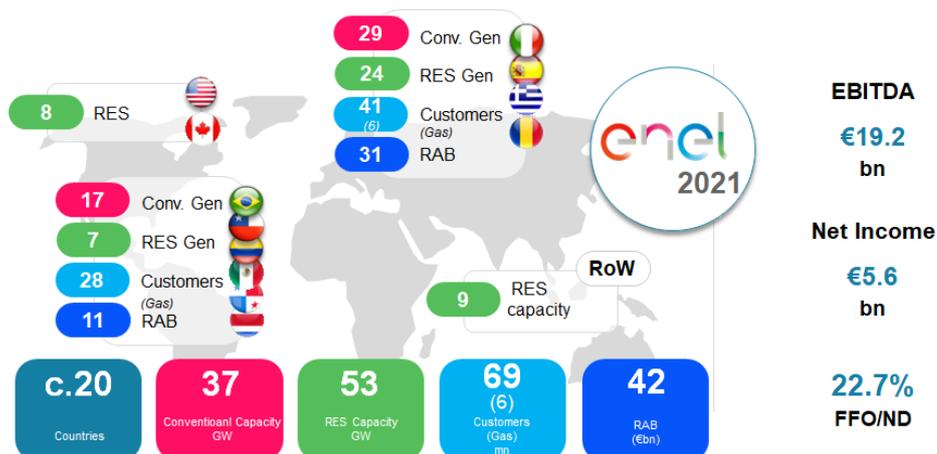
Negli ultimi anni Enel ha portato avanti cessioni di asset di generazione termici anche fuori dall'Europa. Un esempio è per l'appunto la cessione della centrale a gas brasiliana di Fortaleza, con una capacità di 327 MW, situata nello stato di Cearà, all'operatore energetico brasiliano Eneva per un controvalore di quasi 100 milioni di euro.

CAPITOLO 4

TITOLO

Capitolo 4 Le prossime sfide: il piano 2023-2025 e i suoi obiettivi

Le tabelle riportate sotto descrivono i KPI operativi e finanziari del gruppo Enel a) al 2014, cioè prima delle operazioni di ristrutturazione societaria che hanno coinvolto in misura prevalente l'America Latina e il business delle rinnovabili, descritte al capitolo 2, e delle operazioni straordinarie realizzate negli ultimi 10 anni, descritte al capitolo 3, e b) alla fine del 2021⁴⁵.

Where did we start from...**... where we are...**

Confrontando i due periodi, cioè il 2014 e il 2021, si evincono i seguenti scostamenti principali:

⁴⁵ Documento interno "20230315 - MA Presentation Gaeta".

- Il ribilanciamento del portafoglio di generazione, che passa da 54GW di capacità convenzionale e 37 GW di capacità rinnovabile del 2014 ad una situazione nel 2021 che vede una capacità da fonti rinnovabili (53 GW) nettamente superiore a quella da fonti convenzionali (37 GW);
- 8 milioni di clienti in più nel 2021 rispetto al 2014;
- Una crescita notevole al livello economico-finanziario, con un margine operativo lordo passato in 7 anni da 15,8 miliardi di euro a 19,2 miliardi di euro (+20% circa) e un utile netto da 3,1 miliardi di euro a 5,6 miliardi di euro (+80%).

Il nuovo Piano Industriale presentato alla comunità finanziaria nel novembre 2022 si focalizza su quattro direttrici strategiche⁴⁶:

- Il bilanciamento della domanda dei clienti e dell'offerta per ottimizzare il profilo di rischio/rendimento;
- La decarbonizzazione per assicurare competitività, sostenibilità e sicurezza;
- Il rafforzamento, lo sviluppo e la digitalizzazione delle reti per abilitare la transizione;
- La razionalizzazione del portafoglio di business e delle aree geografiche.

In particolare, nell'arco di Piano, il gruppo Enel prevede di:

- focalizzarsi su una filiera industriale integrata verso un'elettrificazione sostenibile, soddisfacendo circa il 90% delle vendite a prezzo fisso con elettricità *carbon-free* nel 2025, portando la generazione da fonti rinnovabili a circa il 75% del totale e digitalizzando l'80% dei clienti di rete;
- conseguire un riposizionamento strategico dei business e delle aree geografiche con un piano di dismissioni di circa 21 miliardi di euro in termini di contributo positivo alla riduzione dell'indebitamento netto di Gruppo che si prevede venga prevalentemente completato entro la fine del 2023, conseguendo una struttura societaria più agile, focalizzata in sei Paesi *core*, cioè Italia, Spagna, Stati Uniti, Colombia, Cile e Brasile;

⁴⁶<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2022/11/enel-strategia-2023-2025-riposizionare-business-e-geografie-focus-sullelettrificazione-sostenibile-assicurare-crescita-e-solidita-finanziaria-creare-valore-per-tutti-gli-stakeholder>.

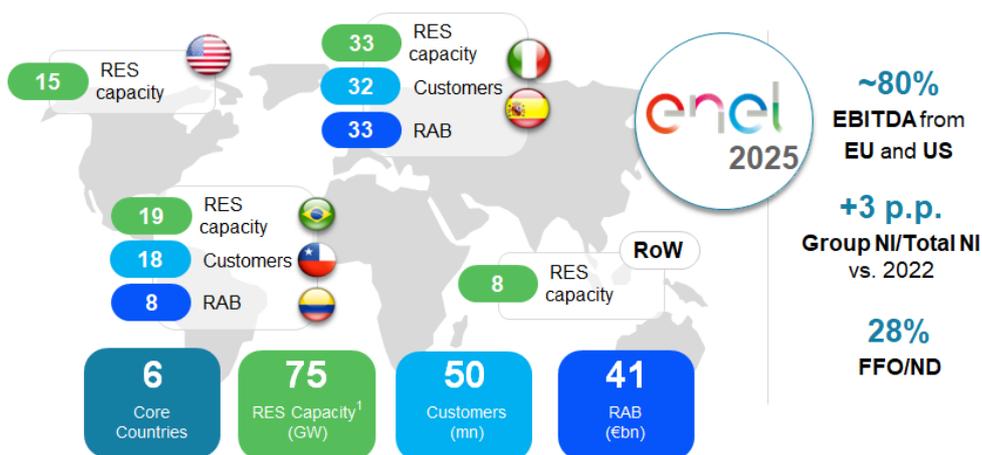
- assicurare la crescita e la solidità finanziaria, coniugando un tasso di crescita annuale composto ("CAGR") dell'Utile netto ordinario del 10-13% con un rapporto *Funds From Operation/Net Debt* del 28% previsto a partire dal 2023, oltre a mantenere un *Dividend Per Share* ("DPS") pari a 0,43 euro nel periodo 2023-2025, in aumento rispetto a 0,40 euro nel 2022.

Per quanto attiene alla razionalizzazione del portafoglio di business e delle aree geografiche, nel 2022, l'attuazione della strategia di semplificazione del Gruppo ha registrato una netta accelerazione, attraverso importanti operazioni di M&A, quali le cessioni di Enel Russia, dell'impianto CCGT di Fortaleza in Brasile, la cessione degli asset di trasmissione in Cile e della rete di distribuzione di Goiás, l'operazione relativa a Gridspertise e la cristallizzazione del valore del portafoglio gas in Cile.

Nel periodo 2023-2025 il gruppo Enel prevede un'ulteriore razionalizzazione della propria struttura, uscendo da alcuni business e da aree geografiche non più allineate alla propria strategia. Il gruppo prevede inoltre di continuare a implementare il proprio modello di *stewardship*⁴⁷ nei Paesi *non-core*. Al contempo, in linea con l'obiettivo di uscita dalle attività *carbon-intensive*, il Gruppo prevede di avviare l'uscita dalle attività nel settore del gas. Questo programma complessivo di dismissioni è parte integrante del piano per ridefinire la struttura del gruppo, massimizzando il valore per gli azionisti. Alla fine del 2025 Enel dovrebbe raggiungere i seguenti obiettivi operativi e finanziari, riportati nella tabella sottostante⁴⁸.

⁴⁷ Per *Stewardship* si intende un modello di business che catalizza investimenti di terzi in collaborazione con Enel o nell'ambito di piattaforme generatrici di business, sia nel settore delle rinnovabili che in altri settori quali quello della fibra, della elettrificazione dei trasporti, della flessibilità e dello sviluppo tecnologico teso alla realizzazione di prodotti/servizi innovativi funzionali alla transizione energetica, attraverso a) *joint-venture* con uno schema di *governance* che prevede un controllo congiunto con i partner oppure b) attraverso alleanze commerciali orientate a potenziare ed ampliare l'*offering* legato ai servizi *beyond commodity*.

⁴⁸ "2023-2025-strategic-plan%20(1).pdf", <https://www.enel.com/investors/strategy>.



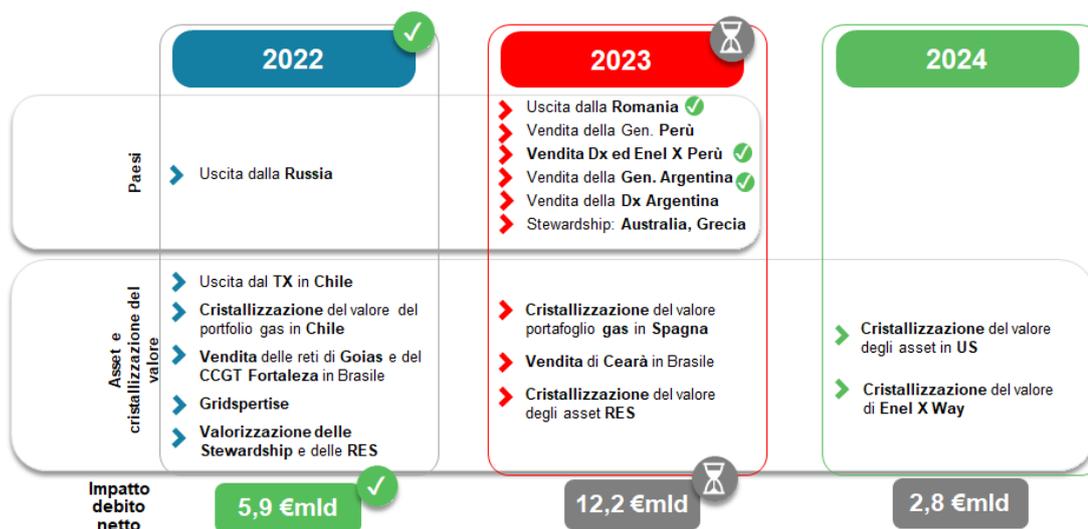
In particolare, Enel prevede di conseguire nel triennio 2023-2025 i seguenti risultati:

- La capacità di generazione costituita per l'80% circa da fonti rinnovabili, per 75 GW complessivi;
- L'80% del risultato operativo proveniente dall'Europa e dagli Stati Uniti;
- Una ulteriore crescita dei risultati economico-finanziari, con un target 2025 di margine operativo lordo di 22-23 miliardi di euro e di utile netto di circa 7 miliardi di euro;
- Il consolidamento del rapporto *Funds From Operation/Net Debt* intorno al 28%.

Tornando alla strategia di razionalizzazione a lungo termine del gruppo, come anticipato sopra, il 2023 sarà l'anno chiave. Nello specifico:

- è previsto che le attività in Europa si concentrino solo in Italia e Spagna, con la cessione degli asset in Romania;
- in America Latina, il gruppo prevede di uscire da Perù e Argentina;
- alcune aree geografiche, come Australia e Grecia, saranno inserite nel perimetro del modello di Stewardship;
- è prevista la cristallizzazione del valore del portafoglio gas in Spagna;
- si prevede la cessione degli asset nella distributrice brasiliana di Ceará, focalizzandosi maggiormente sulle reti di distribuzione nei grandi agglomerati urbani (Rio e San Paolo);
- sarà inoltre cristallizzato il valore di altri asset minori nelle rinnovabili non legati a consistenti basi clienti a valle.

Come si evince dalla tabella sotto riportata⁴⁹, una parte sostanziale del Piano di razionalizzazione, che prevede per l'appunto dismissioni per complessivi 21 miliardi di euro fra il 2022 e il 2024, è stato già raggiunto attraverso operazioni di cessione perfezionate o annunciate al mercato, la cui consistenza finanziaria in termini di contributo positivo alla riduzione dell'indebitamento netto di Gruppo è pari a circa il 50% del target complessivo di 21 miliardi di euro.



⁴⁹ Documento interno "Assemblea Enel SpA 23_M&A".

CONCLUSIONI

Ho cercato nella tesi di far emergere il grande cambiamento che ha vissuto in questi anni Enel e la grande trasformazione che l'ha vista coinvolta.

Il mondo delle prime due decadi del Ventunesimo secolo è profondamente diverso da quello del 1962, l'anno in cui Enel cominciava il suo viaggio. Questi sessant'anni hanno visto trasformarsi gli equilibri politici mondiali e l'affermarsi di nuove tecnologie, dalla digitalizzazione di massa al web fino all'intelligenza artificiale, la globalizzazione, la crescita economica e le recessioni, mutamenti nei consumi e nei costumi, inclusa la crescita della consapevolezza ambientale. Enel ha attraversato questi cambiamenti grazie alla sua capacità di adattamento e soprattutto di anticipazione, trasformandosi lungo il percorso, crescendo a livello internazionale e diversificandosi, mostrando la sua capacità di affrontare le sfide future facendo leva su quelle vinte in passato. Oggi la struttura societaria, evoluzione di quella derivante dalla privatizzazione del '99, ha come obiettivo garantire a ogni tipologia di cliente, in ogni parte del mondo, un servizio su misura per le sue esigenze grazie a società come Enel X, e-distribuzione, Enel Green Power, Enel Energia e con aziende controllate o partecipate in tutti i continenti. Gli anni Novanta hanno permesso di porre le fondamenta dell'odierno Gruppo Enel: una multinazionale presente in 30 Paesi, con 92,3 GW di capacità totale, il più grande operatore privato al mondo nel settore delle rinnovabili e – con una rete di 2,3 milioni di chilometri complessivi e 70 milioni di clienti finali – il primo operatore di rete mondiale.

E si guarda ancora avanti esempio l'elettrificazione: una rivoluzione del mondo dell'energia che si apre a nuove opportunità. Si è davanti ad una grande trasformazione, passo dopo passo è stata costruita la storia di Enel fatta di persone, di passione e di impegno per un percorso fatto di innovazione, tecnologia e rinnovabili.

Bibliografia

Documento interno "20211210 - Rusenergoby_t_v15"

Documento interno "2010-09-24 Cascade USG SeverEnergia (Final)"

Documento interno "2016.09.08 Enel Russia VR_ext"

Documento interno "02.03.2023 - Delibera Romania - v7"

Documento interno "20200604 - Enel Americas - Presentation V11"

Documento interno "20230315 - MA Presentation Gaeta"

Documento interno "12-11-2015 - Informativa su Progetto x – DEFINITIVA"

Documento interno "2015-09-28_Presentation_v39"

Documento interno "2015-10-21_Presentation_21 ottobre 2015"

Documento interno "180503 - Project Wave Investment Committee sent"

Documento interno "20210626 - Pjt 10 Nero - BoD - v8"

Documento interno "Italy – Mooney"

Documento interno "Eletropaulo Presentation 5-Jun-2018"

Documento interno "Enel S Europe Upstream MP_tot_rev_Final 16 12 2015"

Documento interno "10.04.2019 - RGRES Reftinskaya – presentazione"

Documento interno "20220615 - Russia Comitato MA vSent 2".

Documento interno "2015-11-05_Presentation_12 novembre 2015".

2023-2025-strategic-plan%20(1).pdf

Documento interno "Assemblea Enel SpA 23_M&A".

Sitografia

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2006/04/enel-perfezionata-lacquisizione-del-66-di-slovenske-elektarne>

<https://corporate.enel.it/it/media/press/d/2006/06/enel--conclusa-l-acquisizione-del-495-del-trader-russo-rusenergosbyt-res-dal-gruppo-esn-per-105-milioni-di-dollari>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2009/09/gazprom-perfezionata-lacquisizione-del-51-di-severenergia>.

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2007/06/enel-si-aggiudica-il-25-della-russa-ogk-5>.

<https://corporate.enel.it/it/media/press/d/2008/03/in-base-ai-risultati-definitivi-dellopa-enel-risulta-titolare-del-5980-del-capitale-di-ogk-5>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2008/06/enel-acquista-il-pieno-controllo-di-electrica-muntenia-sud>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2017/04/enel-acquisisce-un-ulteriore-136-del-capitale-delle-controllate-rumene-e--distributivie-muntenia-ed-enel-energie-muntenia>.

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2007/02/enel-acquista-il-999-di-endesa>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2007/03/enel-e-acciona-firmano-accordo-per-la-gestione-di-endesa>;

<https://www.lastampa.it/economia/2007/10/06/news/opa-conclusa-endesa-e-dell-enel-1.37116311/>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2008/06/perfezionata-la-cessione-delle-attivit -di-endesa-e-di-enel-a-eon>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2009/02/enel-raggiunto-laccordo-con-acciona-per-lacquisizione-del-2501-di-endesa>

https://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/11/05/news/enel_colloca_fino_al_22_della_controllata_sp_agnola_endesa-99800196/

https://it.wikipedia.org/wiki/Enel_Green_Power

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2016/10/enel-sottoscrive-gli-accordi-per-lacquisizione-di-metroweb>.

<https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2017/08/enel-group-completes-acquisition-of-leading-us-based-provider-of-smart-energy-management-services-enernoc>.

<https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2018/06/-enel-acquires-21-of-ufinet-international-a-fibre-optic-network-operator-in-latin-america>.

<https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2018/05/enel-wins-final-round-of-electropaulo-tender-offer>.

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2021/12/enel-insieme-con-intesa-sanpaolo-per-acquistare-mooney-e-creare-una-fintech-europea>.

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2016/12/enel-perfeziona-laccordo-per-la-vendita-di-un-impianto-a-ciclo-combinato-belga-da-400-mw>.

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2019/10/enel-russia-completa-il-trasferimento-di-reftinskaya-gres-a-kuzbassenergo>;

<https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2017/10/enel-closes-deal-to-sell-10-of-indonesian-coal-producer-pt-bayan-resources>.

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2021/08/enel-cede-il-50-del-capitale-di-open-fiber-per-2650-milioni-di-euro>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2021/12/enel-perfeziona-la-cessione-del-50-del-capitale-di-open-fiber-per-circa-2733-milioni-di-euro>.

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2022/11/enel-strategia-2023-2025-riposizionare-business-e-geografie-focus-sullelettificazione-sostenibile-assicurare-crescita-e-solidit-finanziaria-creare-valore-per-tutti-gli-stakeholder>.

<https://www.enel.com/investors/strategy>.