



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Pianificazione e Controllo

L'IMPLEMENTAZIONE DELLE
SCELTE SOSTENIBILI NEL SETTORE
ENERGETICO: ENEL ED ENI

Prof. Anna Maria Taccone

RELATORE

Alessandro Sinopoli (Matr. 254661)

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO PRIMO - La Sostenibilità	5
1.1 L'importanza di generare un impatto sostenibile	5
1.2 ESG, CSR, SDGs, e regolamentazione europea.....	7
1.3 L'evoluzione della Tassonomia europea e della CSRD	9
CAPITOLO SECONDO – Gli strumenti per la misurazione e la valutazione delle performance aziendali	13
2.1 I Key Performance Indicators (KPI).....	13
2.2 I KPI di sostenibilità	14
2.3 L'analisi di bilancio e la riclassificazione dei prospetti contabili	17
2.4 L'analisi di solidità	23
2.5 L'analisi di liquidità	25
2.6 L'analisi di redditività	26
CAPITOLO TERZO – Analisi di Enel ed Eni	28
3.1 Gli obiettivi e la strategia del gruppo Enel	28
3.2 L'approccio alla sostenibilità di Enel	30
3.3 Riclassificazione dei prospetti contabili di Enel	36
3.4 L'analisi per indici di Enel	40
3.5 Gli obiettivi e la strategia del gruppo Eni.....	43
3.6 L'approccio alla sostenibilità di Eni.....	47
3.7 Riclassificazione dei prospetti contabili di Eni	53
3.8 L'analisi per indici di Eni	57
CONCLUSIONI	60
LEGENDA	62
BIBLIOGRAFIA.....	63

INTRODUZIONE

Nel contesto attuale, caratterizzato da un'ampia globalizzazione, l'espansione dell'attività delle rilevanti imprese multinazionali costituisce un fenomeno meritevole di analisi. Questo processo, oltre a contribuire positivamente alla dinamica di crescita economica e alla tessitura di interazioni tra differenti entità statali, attraverso strategie quali la distribuzione geografica delle attività produttive in territori in via di sviluppo o a basso reddito, spesso ricchi di risorse naturali o con una manodopera a costi contenuti, pone ineludibili questioni di natura normativa sia a livello nazionale che internazionale. A partire dalla seconda metà del secolo scorso si è potuto osservare il consolidamento del predominio delle grandi imprese multinazionali, affiancato dal concomitante emergere di problemi connessi a violazioni dei diritti umani, impatti ambientali ed episodi di malversazione e corruzione: tali dinamiche sono in parte attribuibili ad approcci aziendali che talvolta non hanno espresso un sufficiente grado di responsabilità nei confronti della comunità e dell'ambiente. In seguito all'insorgere delle prime forme di dissidenza, sia dall'ambiente accademico attraverso la formulazione di teorie inseribili nel campo di studio della Responsabilità Sociale d'Impresa, sia da parte della società civile che ha manifestato il proprio dissenso tramite azioni di sabotaggio e campagne di denuncia, è emersa una legittima necessità di adottare regolamentazioni atte a vincolare le condotte di tali nuove realtà imprenditoriali. Con l'istituzione del Global Compact, avvenuta nel 1999, un ristretto contingente di aziende ha avviato un avvicinamento graduale al sentiero della sostenibilità, manifestando un interesse particolare nei confronti delle questioni ambientali e sociali. Da quel momento in poi, un crescente numero di imprese ha manifestato un interesse sempre maggiore nei confronti delle problematiche connesse ai concetti di sostenibilità, e numerosi sono stati i progressi registrati in termini legislativi e da parte delle associazioni in relazione a tali tematiche.

Le imprese e i loro imprenditori hanno da sempre mantenuto l'opinione che la conciliazione di un'attività economica con la sostenibilità fosse problematica, poiché spesso la sostenibilità richiede l'adozione di pratiche che comportano ingenti spese, le quali potrebbero interferire con la regolare conduzione dei processi economici aziendali. Tuttavia, in tempi recenti, è diventato un fatto noto che questa percezione è in realtà erronea: più si approfondisce l'analisi di tali questioni, più si comprende che le imprese

traggono vantaggio dalla risoluzione delle sfide ambientali e sociali. Questi problemi, che sono in continuo aumento, portano con sé il rischio di arrecare danno non soltanto alla generazione attuale, ma anche a quelle future. La questione della sostenibilità è, in tal senso, uno dei principali trend attuali, un tema che non può essere facilmente trascurato dalle istituzioni e dalle imprese. Queste ultime, in particolare, stanno modificando il loro modello di business e la loro strategia per adottare un approccio che generi un impatto sostenibile, non solo dal punto di vista ambientale e climatico, ma anche sotto l'aspetto etico.

L'elaborato in questione ha come obiettivo l'analisi della transizione sostenibile dei paradigmi aziendali, concentrandosi sulla valutazione della loro concordanza con le performance economiche. Nello specifico, il presente lavoro si propone di esaminare le performance sostenibili ed economiche dei Gruppi Enel ed Eni, due multinazionali italiane leader nella produzione e nella distribuzione dell'energia elettrica e del gas in Italia, con particolare attenzione alla comparazione delle strategie aziendali relative alle questioni di carattere sociale e ambientale, oltre al loro approccio alla generazione di valore condiviso.

Il presente lavoro accademico si propone di evidenziare la sinergia tra la sostenibilità e l'attività economico-finanziaria, dimostrando che tali elementi non solo possono coesistere, ma si influenzano reciprocamente in maniera complementare. L'adozione di pratiche sostenibili risulta essere oggi in grado di generare un impatto positivo sulle prestazioni economiche. In parallelo, un'affermata salute aziendale espressa attraverso gli indicatori di performance favorisce una maggiore capacità di raggiungere la sostenibilità nel medio-lungo termine.

CAPITOLO PRIMO - La Sostenibilità

1.1 L'importanza di generare un impatto sostenibile

Negli ultimi anni, i sistemi naturali e sociali hanno subito un forte impatto negativo causato dalle attività dell'uomo. Tali attività hanno portato, oltre che a gravi danni ambientali, ad alcuni cambiamenti nel modo di pensare e di agire all'interno della società. Tra i principali problemi che minano alla sopravvivenza del pianeta si può pensare alla riduzione della diversità biologica e al deterioramento delle risorse naturali, ma in realtà ne esistono molti di più. Questi problemi devono essere fronteggiati attraverso l'attuazione di alcuni cambiamenti tempestivi, di pratiche e politiche che possano modificare le azioni e i trend di sviluppo attuali (Bachiorri, 2019).

Già dalla fine del XIX secolo si iniziò a notare come il consumo di combustibile fossile potesse provocare un aumento del riscaldamento globale; gli studiosi avevano inoltre evidenziato una particolare relazione tra la temperatura atmosferica e la concentrazione di anidride carbonica. La discussione scientifica riguardante il cambiamento climatico continuò poi negli anni '60 e '70 del XX secolo, quando i ricercatori iniziarono a studiare l'aumento delle emissioni di gas serra nell'atmosfera e il loro potenziale effetto sul clima globale. Questi studi subirono delle evoluzioni, fino a quando, nel 1988 l'Organizzazione Meteorologica Mondiale e il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente stabilirono il Gruppo intergovernativo di esperti sul cambiamento climatico (IPCC) per valutarne le conoscenze scientifiche e fornire raccomandazioni politiche.

Negli anni '90 il cambiamento climatico iniziò ad assumere un particolare rilievo nella politica e nella società; proprio nel 1992, infatti, la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) venne adottata durante il Summit della Terra di Rio de Janeiro¹, stabilendo un quadro per la cooperazione internazionale sul clima. Già nel 1977, era stato firmato il Protocollo di Kyoto per limitare le emissioni di gas serra da parte dei paesi industrializzati.

Negli ultimi decenni, la discussione sul cambiamento climatico si è intensificata, con la comunità scientifica che ha fornito sempre più prove dei suoi effetti e delle sue

¹ La prima conferenza mondiale dei capi di Stato sull'ambiente, tenutasi a Rio de Janeiro dal 3 al 14 giugno 1992.

conseguenze sull'ambiente e sulla società. Successivamente sono state organizzate numerose conferenze per affrontare la questione, tra cui la Conferenza di Parigi del 2015, che ha prodotto l'Accordo di Parigi: un trattato internazionale che ha l'obiettivo di limitare l'aumento della temperatura media globale entro 2°C rispetto ai livelli preindustriali, attraverso la promozione della resilienza climatica e l'aumento della capacità di adattamento agli effetti negativi dei cambiamenti climatici.

I problemi climatici fin qui descritti, e l'evoluzione del pensiero e della sensibilità umana riguardo tali argomenti, hanno reso quindi possibile la nascita dei concetti di *sostenibilità* e di *sviluppo sostenibile*: questi termini, nonostante abbiano due modi distinti di essere trattati, possono in realtà essere utilizzati in modo intercambiabile. Una celebre definizione univoca dei concetti di sostenibilità e di sviluppo sostenibile viene fornita dal *Rapporto Brundtland*, pubblicato nel 1987 dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo delle Nazioni Unite, ufficialmente intitolato "*Our Common Future*", che definisce lo sviluppo sostenibile come "uno sviluppo che soddisfi i bisogni delle generazioni presenti senza compromettere le possibilità per le generazioni future di soddisfare i propri", sottolineando inoltre, che tale concetto richiede l'integrazione di tre elementi fondamentali: l'economia, l'ambiente e la società. La Commissione Mondiale per l'Ambiente e lo Sviluppo ha fornito poi alcune nuove definizioni della sostenibilità e dello sviluppo sostenibile: la sostenibilità può infatti essere intesa come "uno stato desiderato che occorre raggiungere se si intende vivere entro i limiti e le possibilità offerte dal pianeta Terra." Mentre lo sviluppo sostenibile può essere considerato come "il processo per raggiungere tale stato" (Chiucchi et al., 2022).

Ad oggi, proprio per raggiungere quello stato che consente di vivere entro i limiti e le possibilità offerte dal pianeta, sempre più persone hanno iniziato a mettere in atto una serie di comportamenti – quali manifestazioni, eventi, proteste, che hanno inciso sullo stile di vita di una grande fetta della popolazione mondiale. Questi comportamenti hanno a loro volta influenzato le imprese e i loro *stakeholders*², che da qualche anno hanno attribuito molta importanza a tutti gli aspetti riguardanti la sostenibilità, mettendo spesso da parte le dinamiche esclusivamente economico-finanziarie. A tale scopo sono stati creati, da varie

² "Uno *stakeholder* è qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'organizzazione" (Freeman, 1984).

organizzazioni, numerosi strumenti che consentono alle imprese di essere sostenibili e di misurare e rendicontare il loro grado di sostenibilità. Allo stesso modo, sono state emanate varie disposizioni legislative che impongono alle aziende alcuni comportamenti da mettere obbligatoriamente in atto per tutelare l'ambiente e la società.

1.2 ESG, CSR, SDGs, e regolamentazione europea

La recente necessità di rendere le imprese sostenibili ha dato vita ad una serie di nuove esigenze: prima fra tutte, quella di valutare l'impegno di un'azienda nell'essere più o meno sostenibile. I criteri ESG svolgono esattamente tale funzione: questi consistono in un insieme di standard che gli investitori usano per filtrare i loro potenziali investimenti che possono risultare sostenibili, responsabili o etici. I criteri ESG si dividono essenzialmente in tre aree: ambientale, sociale e di governance (*Environmental, Social, Governance*). L'aspetto ambientale riguarda il modo in cui un'azienda contribuisce alle sfide odierne dell'ambiente e alle sue performance nel medesimo contesto: tali temi possono riguardare i rifiuti, l'inquinamento, le emissioni di gas, la deforestazione e l'approvvigionamento delle fonti. I criteri sociali mettono in risalto il modo dell'impresa di trattare le persone: rientrano in questo contesto tutte le tematiche riguardanti la gestione del capitale umano, la diversità, l'inclusione, le condizioni di lavoro, la sicurezza, la salute e gli stipendi. L'ultima area trattata dai criteri ESG è quella della governance, che riguarda il modo in cui un'impresa viene amministrata: in questo contesto, si analizzano temi quali la remunerazione dei dirigenti, la corruzione e gli abusi, le strategie, le pratiche fiscali e la validità delle strutture degli organi principali. La logica dietro questi criteri è semplice: le imprese che si impegnano a migliorare le performance ESG sono più competitive nel lungo periodo e più profittevoli. L'integrazione dei criteri ESG negli obiettivi aziendali migliora anche le probabilità di avere successo e di ottenere una migliore performance economica.

In supporto alle aziende che, sin dai primi anni 2000, volessero investire nello sviluppo sostenibile, l'Unione Europea ha emanato, nel 2001, un rapporto sulla responsabilità sociale delle imprese che, definiva ufficialmente la CSR (*Corporate Social Responsibility*), un concetto già presente negli anni '50, ma mai chiarito definitivamente. La CSR viene quindi descritta come "l'integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate", tale definizione evidenzia la necessità delle imprese di impegnarsi

non solo per soddisfare gli obblighi posti dalla legge, ma soprattutto per tutelare l'ambiente, il proprio capitale umano e le proprie relazioni con gli *stakeholders*. La CSR è attualmente in continua evoluzione: le aziende continuano a cercare nuovi modi per contribuire allo sviluppo sostenibile e migliorare la propria immagine e le loro prestazioni.

Tra i tanti strumenti ad oggi utilizzati dalle imprese per praticare la CSR, ne esistono alcuni che assumono una particolare rilevanza: primi fra tutti gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (*Sustainable Development Goals – SDGs*), che contribuiscono a formare l'Agenda 2030, un programma d'azione per il pianeta, le persone e la prosperità. Gli SDGs sono essenzialmente 17 obiettivi interconnessi, nati nel 2015, per un totale di 169 target, il cui scopo è quello di affrontare una serie di questioni relative allo sviluppo economico e sociale quali la povertà, la tutela dell'ambiente, e l'eliminazione della fame.



Figura 1.1. Gli Obiettivi per lo sviluppo sostenibile. Fonte: agenziacoesione.gov.it

Il rispetto degli SDGs concerne tutti i paesi, che vengono chiamati a rendicontare i propri progressi dall'ONU ogni anno, attraverso l'*High-level Political Forum (HLPF)*, e ogni quattro anni mediante un dibattito sull'attuazione dell'Agenda 2030. In Italia, lo strumento di controllo e coordinamento maggiore per l'attuazione dell'Agenda 2030 è rappresentato dalla Strategia Nazionale di Sviluppo Sostenibile, un provvedimento che “definisce il quadro di riferimento nazionale per i processi di pianificazione, programmazione e

valutazione di tipo ambientale e territoriale per dare attuazione agli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite”.

1.3 L'evoluzione della Tassonomia europea e della CSRD

A causa della necessità di regolamentare il mercato degli investimenti sostenibili, e di contrastare il pericolo di *greenwashing*³ da parte delle imprese, la Commissione Europea ha pubblicato, nel 2018, il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, il quale ha, a sua volta, definito una strategia per collegare la finanza alla sostenibilità. Gli obiettivi della Commissione in questo ambito riguardano: la promozione della trasparenza e del lungo termine, l'integrazione della sostenibilità nella gestione del rischio e l'indirizzamento degli *stock* di capitale verso un'economia più sostenibile. Il piano d'azione finora descritto ha portato, negli ultimi anni, alla creazione di diverse disposizioni normative riguardanti la finanza sostenibile e l'informativa sulla responsabilità aziendale. Nel 2019 è stato introdotto il Regolamento europeo 2019/2088, che concerne l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e definisce gli “investimenti sostenibili”, con l'obiettivo di imporre norme comuni alle varie categorie di operatori finanziari in merito alla divulgazione di informazioni riguardanti la sostenibilità. Secondo il regolamento, infatti, gli operatori finanziari devono comunicare dati sui fattori ESG, sia nei processi che precedono le decisioni di investimento, sia sui prodotti finanziari presenti nei mercati dell'Unione Europea, ponendo particolare attenzione al modo in cui i rischi di sostenibilità vengono integrati nei processi, a come l'integrazione di tali rischi si interseca con le politiche di remunerazione e al modo in cui l'operatore si impegna a ridurre gli impatti negativi delle sue politiche di investimento sui fattori di sostenibilità. Ciò che ha determinato un rilevante progresso verso la regolamentazione degli investimenti sostenibili, è stata la pubblicazione del Regolamento (UE) 2020/852, che ha introdotto, all'interno del sistema normativo europeo, la Tassonomia delle attività economiche sostenibili, apportando anche delle modifiche al recente Regolamento (UE) 2019/2088. In particolare, il regolamento definisce i criteri che devono essere applicati per stabilire se un'attività economica è ecosostenibile, in modo da individuare anche il grado di ecosostenibilità dell'attività stessa, ed è rivolto a tutti gli Stati membri dell'UE, ai

³ Il *greenwashing* è definito come una strategia di comunicazione o di marketing messa in atto da aziende, istituzioni, ed enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività per attirare l'attenzione dei consumatori attenti alla sostenibilità, cercando, però, di occultarne l'impatto ambientale negativo.

partecipanti ai mercati finanziari e a tutte le imprese soggette all'obbligo di rendicontare in merito a informazioni di carattere non finanziario ai sensi degli articoli 19 *bis* e 29 *bis* della direttiva 2013/34 del Parlamento europeo e del Consiglio. Il regolamento stabilisce, inoltre, il modo col quale le attività possono essere definite come sostenibili, in base a sei obiettivi di carattere ambientale, che sono: I) Mitigazione dei cambiamenti climatici; II) Adattamento ai cambiamenti climatici; III) Uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine; IV) Transizione verso un'economia circolare; V) Prevenzione e riduzione dell'inquinamento; VI) Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Le attività ecosostenibili vengono stabilite attraverso la definizione di criteri di vaglio tecnico adottati per ciascun obiettivo ambientale, posti dagli Atti delegati della Commissione. In particolare, il Regolamento delegato (UE) 2021/2178 del 6 luglio 2021 delinea due tipi di attività: quelle ammissibili alla Tassonomia, che sono potenzialmente in grado di contribuire al raggiungimento dell'obiettivo ambientale, indipendentemente dal fatto che queste soddisfino alcuni o tutti i criteri di vaglio tecnico previsti dal regolamento; quelle allineate, che contribuiscono effettivamente almeno ad uno dei sei obiettivi ambientali, e che quindi devono risultare ammissibili, soddisfare i criteri di vaglio tecnico descritti per l'attività in questione, e non arrecare alcun danno agli altri obiettivi ambientali, oltre a rispettare le garanzie minime di salvaguardia sociale.

A supporto delle leggi appena descritte, il 16 dicembre 2022, viene pubblicata la Direttiva (UE) 2022/2464 riguardante la comunicazione societaria sulla sostenibilità (*Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD*), a modifica della Direttiva (UE) 2014/95 sull'informativa di carattere non finanziario. Questa direttiva sostituisce ufficialmente la DNF con la CSRD e il conseguente obbligo di fornire "informazioni sulla sostenibilità", piuttosto che "informazioni di carattere non finanziario", proprio perché le informazioni in questione hanno un evidente impatto sul piano economico-finanziario dell'impresa. Con l'entrata in vigore di questa legge, dunque, la rendicontazione riguardante i temi di sostenibilità diventa parte della relazione finanziaria annuale, che deve essere redatta in base ai principi di rendicontazione dell'art. 8 del Regolamento (UE) sulla Tassonomia. Queste leggi erano, comunque, già state anticipate dal legislatore italiano, che aveva, già dal 2016, imposto l'obbligo di fornire informazioni riguardanti la sostenibilità per le imprese che avessero avuto, in media, durante l'esercizio, un numero di dipendenti

superiore a cinquecento e avessero superato almeno uno dei seguenti limiti dimensionali alla chiusura dell'esercizio: a) un totale dello stato patrimoniale uguale a 20.000.000 euro; b) un totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni uguale a 40.000.000 euro.

Nel contesto odierno, l'informativa di sostenibilità si congiunge a quella finanziaria attraverso il concetto di "doppia materialità" previsto dalla CSRD. L'analisi di materialità è un processo, attraverso il quale, gli *stakeholders* vengono continuamente coinvolti dalle imprese tramite l'identificazione e la valutazione da parte di queste ultime, delle tematiche prioritarie per i portatori di interesse. La CSRD si avvicina all'analisi di materialità proponendo l'inclusione, all'interno dell'analisi, delle questioni necessarie a comprendere il modo con il quale le informazioni di sostenibilità influiscono sull'attività dell'impresa stessa, oltre a includere l'impatto dell'attività di impresa sull'ambiente e le persone. Oltre a queste modifiche, la CSRD amplia la categoria di imprese soggette a questo tipo di rendicontazione: in particolare, l'obbligo si estende a tutte le imprese di grandi dimensioni non quotate e a tutte le società quotate, fatta eccezione per le micro-imprese. L'obbligo di rendicontazione in questione non si limita a tali soggetti, ma verrà esteso sempre a più categorie ogni anno. Le tematiche principali di tale rendicontazione includono, in base alla direttiva, una descrizione del *business model* e della strategia di impresa; un enunciato riguardo gli obiettivi di sostenibilità e del progresso riguardante il loro raggiungimento; una delineazione dei ruoli, delle capacità e delle conoscenze degli organi di controllo, del *management*, e del consiglio di amministrazione concernente i fattori ESG; un resoconto del processo tramite il quale la società ha individuato i temi materiali.

La CSRD prevede, oltre ai temi principali appena descritti, la rendicontazione dei rischi dell'impresa riguardanti i fattori ESG, con particolare riguardo ai processi di *due diligence*⁴, e delle azioni previste per attenuare gli stessi. I rischi in questione si articolano in rischi di ripercussioni negative sul clima e rischi di ripercussioni negative sull'impresa: i primi possono comprendere l'emissione di gas serra nell'atmosfera, lo sfruttamento di combustibili fossili, il cambiamento d'uso del suolo e il degrado forestale; i secondi si delineano invece in rischi di transizione, che derivano proprio dalla transizione

⁴ La due diligence è un processo di raccolta e di analisi di informazioni dettagliate in base a una determinata attività economica, allo scopo di verificare un potenziale investimento, di confermare o smentire tutti i fatti, le circostanze, e gli elementi riguardanti una data operazione. Fonte: treccani.it

dell'impresa verso un'economia a basse emissioni di carbonio, e in rischi fisici, che derivano dalle conseguenze fisiche dei cambiamenti climatici sull'impresa.

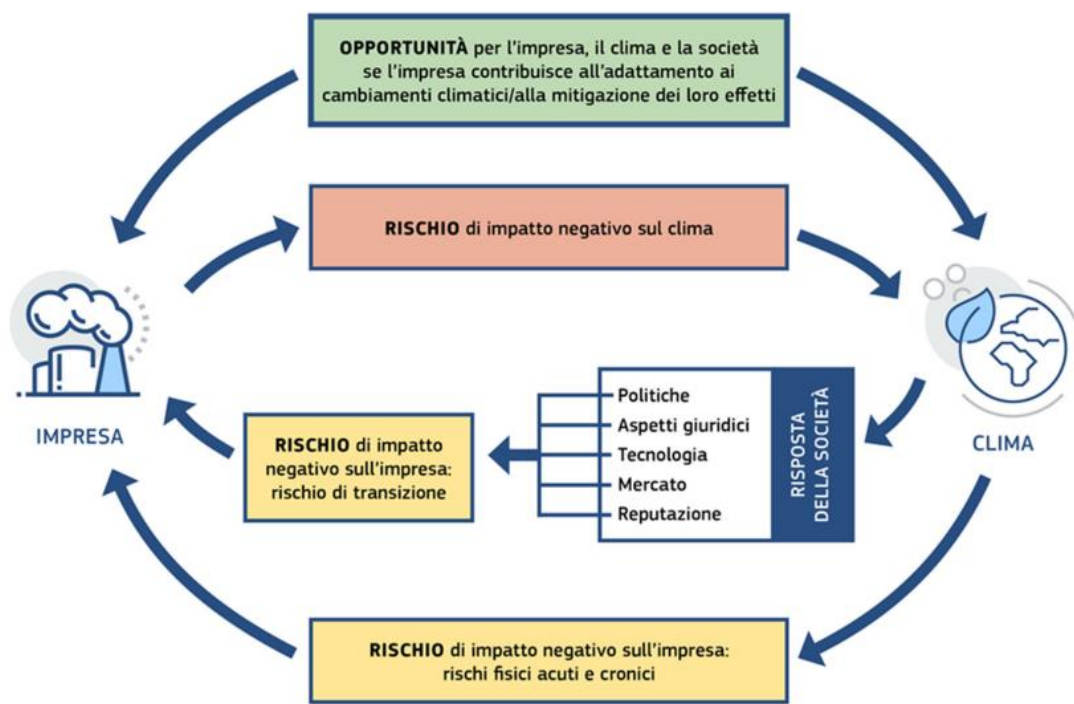


Figura 1.2. Opportunità e rischi legati al clima. Fonte: Linee guida della Commissione europea sul reporting non finanziario

L'ultima evoluzione della CSRD riguarda l'adozione dell'atto che integra la direttiva contabile modificata alla direttiva riguardante la comunicazione societaria sulla sostenibilità. Con l'applicazione dell'atto allegato Annex 1, del 31 luglio 2023, in vigore dal 1° gennaio 2024, vengono stabilite norme trasversali, settoriali e norme per la divulgazione di informazioni di carattere sostenibile per tutte le imprese già soggette agli obblighi di comunicazione di informazioni riguardanti la sostenibilità, e, in modo graduale, anche per altre categorie di imprese sulla base dell'art. 5 della CSRD.

CAPITOLO SECONDO – Gli strumenti per la misurazione e la valutazione delle performance aziendali

2.1 I Key Performance Indicators (KPI)

Gli indicatori di performance (KPIs) rappresentano misure sia qualitative che quantitative, spesso derivate da rapporti tra variabili, definite in base a fattori critici di successo specifici di un'organizzazione. Questi possono essere rappresentati da parametri monetari, valori numerici quantitativi o valori quantitativi non espressi in cifre. In questo contesto, essi fungono da strumento informativo prezioso per valutare il livello di raggiungimento degli obiettivi stabiliti. Tali indicatori vengono definiti attraverso un processo che parte dall'identificazione, sia a livello generale che per singoli processi o unità operative, delle variabili strategiche da sorvegliare. Risulta fondamentale, inoltre, determinare i parametri critici della prestazione per ciascuno di questi output: tali parametri costituiscono esattamente gli obiettivi da conseguire in termini di fattori critici di successo, ovvero gli elementi su cui l'azienda deve fondare la sua capacità di competere sul mercato. Dopo aver definito i parametri, è necessario individuare le misure e gli indicatori funzionali alla valutazione degli stessi. Un sistema efficiente basato sui KPIs non può prescindere da un allineamento con la strategia dell'azienda e da una gestione a livello globale. Il sistema deve poi includere misure equilibrate e raggiungibili, combinare informazioni contabili e non contabili che siano tempestive e appropriate al contesto concreto, oltre che ad essere di facile comprensione. Tenendo in considerazione queste caratteristiche, le variabili che dovrebbero essere sorvegliate secondo un approccio convenzionale alla valutazione delle performance sono:

- L'efficacia, intesa come la capacità di raggiungere gli obiettivi proposti, verificabile attraverso un confronto tra i risultati attesi e i risultati ottenuti.
- L'efficienza, che descrive la relazione tra i risultati conseguiti e le risorse impiegate per ottenere tali risultati.
- La produttività, definita dal rapporto tra l'output generato dai processi e gli input impiegati.
- La qualità, che si verifica attraverso un confronto tra le caratteristiche desiderate per un processo e quelle effettivamente presenti.

- La flessibilità, descritta come la capacità dell'azienda di adattarsi rapidamente ai cambiamenti che si verificano.
- L'elasticità, definita come la capacità di variare la quantità di produzione minimizzando i costi.
- L'innovazione, intesa come l'abilità dell'impresa di migliorare le sue prestazioni generali.
- L'economicità, ovvero la capacità di retribuire in modo adeguato i fattori di produzione utilizzati.

I KPI possono essere classificati in varie categorie e nei modi più svariati: esistono infatti KPI quantitativi e qualitativi che possono riguardare l'ambito economico-finanziario, il contesto dei processi interni, quello dell'apprendimento e della crescita, il ramo vendite e marketing, oppure quello della sostenibilità. La scelta dei KPI da prendere in considerazione dipende comunque dagli obiettivi aziendali e dall'area di interesse: è quindi importante, per l'azienda, selezionare i KPI più rilevanti e significativi per verificare il suo progresso verso gli obiettivi strategici.

2.2 I KPI di sostenibilità

Come già detto, esaminare solamente le performance economico-finanziarie non è sufficiente per soddisfare tutte le necessità informative dei destinatari aziendali. La necessità di monitorare e comunicare le performance di sostenibilità, ossia di valutare in modo completo e comparativo i progressi fatti dall'azienda in ambito ambientale e sociale, ha portato alla ricerca di strumenti di analisi quantitativa che si traducono in veri e propri indicatori di performance appositi, che possono derivare sia da processi di calcolo, che da analisi dei risultati ottenuti attraverso metodi come questionari e interviste. Con l'obiettivo di stabilire un percorso comune verso la responsabilità sociale d'impresa, che riguarda processi operativi, valutazione delle performance e rendicontazione sociale, negli ultimi anni si sono diffusi standard e linee guida sia a livello nazionale che internazionale. Nel contesto dei KPI (Indicatori chiave di prestazione), sono di particolare rilievo i documenti pubblicati dal Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale (GBS) e dal *Global Reporting*

Initiative (GRI)⁵. Il GBS, in particolare, ha emesso un documento di ricerca specifico intitolato “Indicatori di performance per reporting e rating di sostenibilità”, che ha lo scopo di riconoscere i principali indicatori di performance al fine di classificarli in base agli *stakeholders* di riferimento. Anche il GRI dedica una notevole attenzione agli indicatori di performance socio-ambientale. L’organizzazione ha infatti pubblicato vari documenti a riguardo, tra cui “*Reporting Principles and Standard Disclosures*”, nel quale c’è una sezione dedicata all’informazione specifica che descrive come gestire e quali indicatori di performance considerare per gli aspetti economici, ambientali e sociali. Per ciascuno di questi aspetti, sono individuati “aspetti critici” (*material aspect*) che rappresentano elementi che possono influenzare le valutazioni e le decisioni dei diversi interlocutori. Per quanto riguarda gli indicatori di performance ambientale, l’obiettivo è valutare l’impatto dell’organizzazione sugli ecosistemi viventi e non viventi, tra cui ecosistema, acqua, terra e aria. Questo impatto deriva dalle attività dell’azienda in termini di input utilizzati (come materie prime, energia e acqua) e output prodotti (come emissioni, scarichi e rifiuti). Gli indicatori consentono anche di valutare la performance riguardo alla biodiversità, al rispetto delle normative ambientali e ad altre informazioni pertinenti (come gli investimenti ambientali e l’impatto dei prodotti e dei servizi offerti). Il GRI categorizza e identifica questi indicatori in base ai diversi “aspetti” cui si riferiscono. Tra questi aspetti vi sono: materie prime, energia, acqua, biodiversità, emissioni e scarichi, prodotti e servizi, *compliance*, trasporti, e altri aspetti generali. L’altra categoria di indicatori è quella riguardante la performance sociale: questi indicatori riguardano quattro categorie principali (pratiche di lavoro, diritti umani, società, e responsabilità di prodotto), all’interno delle quali vengono individuati diversi aspetti, per poi definire vari indicatori di performance.

La Commissione europea ha introdotto, con l’Atto Delegato del 6 luglio 2021 che integra il regolamento 852/2020, una serie di KPI che devono essere comunicati dalle imprese in merito alle attività ecosostenibili, specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa. Questi KPI sono relativi a tre aree specifiche: fatturato, *CapEx*, e *OpEx*. Il primo indicatore, relativo al fatturato, viene calcolato come il rapporto tra la quota

⁵ Il GRI (*Global Reporting Initiative*) è un’organizzazione internazionale indipendente che sviluppa, dal 1997, le linee guida e gli standard più utilizzati, a livello internazionale, per il reporting di sostenibilità. Fonte: deloitte.com

parte del denominatore allineata o ammissibile alle attività economiche previste dalla tassonomia, e i ricavi netti individuati in base al principio internazionale IAS n.1. Per quanto riguarda il KPI relativo alle spese in conto capitale (*CapEx*), si calcola il rapporto tra la parte di spese in conto capitale che possono essere relative ad attivi associati ad attività economiche ammissibili o allineate alla tassonomia, o che possono far parte di un “piano *CapEx*”, e gli aumenti degli asset fisici e degli asset intangibili che si sono verificati durante l’esercizio, al netto di ammortamenti e svalutazioni. L’indicatore relativo alle spese operative viene invece calcolato come rapporto tra due fattori più complessi: il primo comprende la parte di spese operative che siano relative ad asset collegati ad attività ammissibili o allineate, o che facciano parte di un “piano *CapEx*”, o che si riferiscano all’acquisto di prodotti provenienti da attività economiche che sono allineate alla tassonomia e includono anche singole azioni che permettono alle attività obiettivo di raggiungere basse emissioni di carbonio o di ottenere riduzioni delle emissioni di gas a effetto serra; mentre il secondo include i costi diretti non capitalizzati legati a diverse attività, come la ricerca e lo sviluppo, le misure di ristrutturazione degli edifici, l’affitto a breve termine, la manutenzione e la riparazione, oltre a qualsiasi altra spesa diretta collegata alla manutenzione quotidiana di immobili, impianti e macchinari. Questi costi possono essere sostenuti dall’azienda stessa o da terze parti a cui sono state esternalizzate tali attività, e sono necessari per assicurare il funzionamento costante ed efficiente di tali asset.

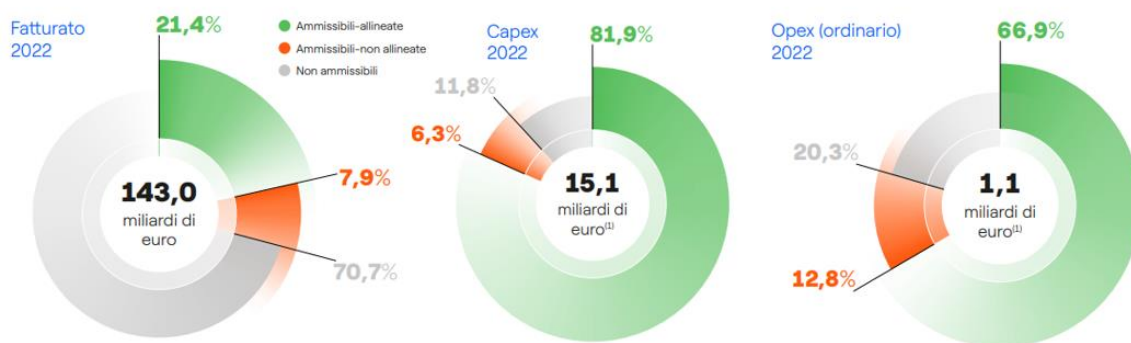


Figura 2.1. I KPI economico-finanziari 2022 del gruppo Enel. Fonte: enel.com

2.3 L'analisi di bilancio e la riclassificazione dei prospetti contabili

La valutazione della performance aziendale è un'attività complessa che richiede la misurazione di vari tipi di indicatori. Oltre alla definizione degli indicatori di sostenibilità, assumono una posizione principale gli indicatori di tipo economico-finanziario, che vengono generalmente valutati attraverso l'analisi di bilancio. "L'analisi di bilancio è un processo interpretativo, senza automatismi, finalizzato alla valutazione della capacità di un'impresa di operare secondo economicità. L'economicità configura, infatti, un principio guida di governo atto a permettere, nel lungo periodo, il perseguimento dell'autonomia e della durabilità aziendale, soddisfacendo le attese dei conferenti del capitale di rischio (risparmio) e dei prestatori di lavoro, cioè dei membri del soggetto economico" (Teodori, 2022). L'analisi di bilancio è un'attività che parte da dati precisi, ricavati dai prospetti contabili, i quali vengono elaborati attraverso una o più riclassificazioni al fine di ottenere indicatori utili per il confronto nel tempo e nello spazio, con lo scopo di formulare un giudizio conclusivo che sia la sintesi di giudizi parziali su singoli aspetti aziendali. Attraverso l'analisi di bilancio si può verificare se l'azienda è in equilibrio sotto vari profili, e si verifica lo stato di salute dell'impresa con lo scopo di misurare la performance reddituale, la solidità patrimoniale e la solvibilità. Questo processo può interessare vari soggetti che possono essere interni (*management*) o esterni (investitori, finanziatori e concorrenti). Nello specifico, le fasi di svolgimento di quest'analisi sono: I) Determinazione dell'obiettivo conoscitivo; II) Raccolta dei dati di bilancio; III) Riclassificazione dei prospetti contabili; IV) Determinazione e utilizzo di uno schema d'analisi; V) Interpretazione dei risultati. Tra queste, ce n'è una che assume una particolare rilevanza: si tratta della riclassificazione dei prospetti contabili. Essa consiste nella riorganizzazione dei valori di bilancio secondo criteri differenti da quelli originali, al fine di ottenere informazioni più adatte agli obiettivi dell'analisi. Le tavole del bilancio pubblicato, infatti, non sono immediatamente utilizzabili dall'analista a causa della loro struttura: manca sia l'inclusione di risultati intermedi cruciali nel conto economico, sia l'indicazione di aggregati significativi nello stato patrimoniale. In questo contesto, anche alcune voci, con la stessa denominazione nello schema standard e in quello riclassificato, necessitano di essere ridefinite per conferire loro un maggiore significato economico. Per questi motivi il bilancio deve subire una rielaborazione, poiché il suo obiettivo è garantire ai terzi un'informazione completa e accurata sulla situazione finanziaria, su quella

patrimoniale e su quella reddituale. D'altro canto, la riclassificazione di qualsiasi bilancio viene effettuata in base agli obiettivi e al soggetto che la esegue. Non esiste un unico metodo applicabile, poiché, sebbene si condivida uno scopo generale, i fini specifici possono variare.

Lo stato patrimoniale può essere riclassificato mediante l'adozione di due criteri distinti. Questa scelta dipende dall'angolo di analisi che si intende adottare per valutare l'equilibrio aziendale: da un lato, il criterio finanziario, e dall'altro, il criterio economico-funzionale.

Lo stato patrimoniale finanziario ha come obiettivo principale l'analisi della sincronizzazione tra le scadenze degli investimenti e delle fonti di finanziamento, con l'ulteriore obiettivo di valutare la solidità e la capacità di pagamento dell'azienda. Pertanto, questo tipo di riclassificazione viene effettuata in base a un criterio temporale o di esigibilità: si effettua una distinzione tra le voci che risultano esigibili entro i 12 mesi e quelle che non risultano esigibili entro tale intervallo temporale. Nello specifico, si suddividono le attività e le passività all'interno di due macro-classi: gli impieghi e le fonti di finanziamento, che vengono ripartite a loro volta in sottoclassi formate da singole categorie, all'interno delle quali rientrano le varie voci. Tra gli impieghi rientrano l'attivo fisso, formato dalle immobilizzazioni materiali, quelle immateriali e quelle finanziarie, e l'attivo corrente composto dalle disponibilità di magazzino, dalle liquidità immediate e dalle liquidità differite: in questo caso le voci vengono classificate, secondo criterio di liquidità in ordine crescente, dalla meno liquida alla più liquida. Tra le fonti rientrano, invece, la sottoclasse dei mezzi propri, formata essenzialmente dal patrimonio netto, e quella del capitale di terzi, che si compone delle passività consolidate e di quelle correnti: le fonti di finanziamento sono classificate secondo criterio di esigibilità, quindi in ragione dei tempi previsti per il loro rimborso, in ordine crescente.

IMPIEGHI		FONTI DI FINANZIAMENTO	
ATTIVO FISSO	Immobilizzazioni materiali	MEZZI PROPRI	Patrimonio netto
	Immobilizzazioni immateriali		
	Immobilizzazioni finanziarie	CAPITALE DI TERZI	Passività consolidate
ATTIVO CORRENTE	Disponibilità di magazzino		
	Liquidità differite		
	Liquidità immediate	Passività correnti	

Figura 2.2. Stato patrimoniale finanziario. Fonte: Elaborazione propria

Lo stato patrimoniale economico-funzionale trova principalmente applicazione nell'ambito delle analisi interne all'azienda, ma può essere impiegato con alcune semplificazioni anche per scopi esterni. Questa prospettiva trae origine dalla necessità di approfondire l'analisi della gestione fondamentale, che costituisce la componente più significativa. Un ulteriore scopo di questa riclassificazione consiste nel calcolo di alcuni indici di tipo economico-reddituale, fondamentali per analisi simili. A tale scopo, le voci vengono divise in due categorie: la gestione fondamentale attuale, che riguarda il ciclo economico-tecnico, cioè le attività legate all'utilizzo della struttura aziendale; la gestione fondamentale non attuale, associata alle decisioni di investire o disinvestire, cioè alle scelte che influenzano la composizione della struttura. Parallelamente alla gestione fondamentale, si trovano le attività di investimento non correlate alle attività fondamentali, cioè riferibili alla gestione patrimoniale. In questo contesto, l'attivo dello stato patrimoniale è suddiviso in investimenti operativi (che include le immobilizzazioni materiali e immateriali, i crediti, le rimanenze, i ratei e i risconti), investimenti extra operativi (che comprende le immobilizzazioni finanziarie, e le attività finanziarie non immobilizzate) e disponibilità liquide. Il passivo dello stato patrimoniale si compone di tre categorie: mezzi propri

(sostanzialmente patrimonio netto), debiti commerciali e debiti finanziari. I debiti commerciali hanno natura operativa, per questo vengono posizionati all'interno dell'attivo con segno negativo: la sottrazione tra gli investimenti operativi e i debiti commerciali permette di individuare un nuovo aggregato, gli investimenti operativi netti, particolarmente utili per il calcolo di alcuni indicatori specifici. Al contrario, i debiti finanziari, rappresentano una voce extra operativa: essi, infatti, non sono strettamente collegati allo svolgimento del processo, bensì riguardano il finanziamento dell'azienda; per tale ragione vengono collocati nel passivo dello stato patrimoniale.

IMPIEGHI		FONTI DI FINANZIAMENTO	
INVESTIMENTI OPERATIVI	Immobilizzazioni materiali e immateriali	MEZZI PROPRI	Patrimonio netto
	Crediti		
	Rimanenze		
	Ratei e risconti		
DEBITI COMMERCIALI (-)		DEBITI FINANZIARI	
= INVESTIMENTI OPERATIVI NETTI			
INVESTIMENTI EXTRA OPERATIVI	Immobilizzazioni finanziarie		
	Attività finanziarie non immobilizzate		
DISPONIBILITÀ LIQUIDE			

Figura 2.3. Stato patrimoniale economico-funzionale. Fonte: Elaborazione propria

Per quanto riguarda la riclassificazione del conto economico, essa illustra il risultato dell'attività aziendale, offrendo una visione compatta delle attività gestionali attraverso una sintesi delle spese e delle entrate sostenute dall'azienda nel corso dell'anno contabile. Inoltre, sono messi in risalto anche i risultati intermedi rispetto al risultato complessivo dell'esercizio. Questa riclassificazione è caratterizzata da un maggiore grado di complessità: non è sufficiente, infatti, considerare semplicemente il valore del reddito d'esercizio in termini assoluti; è essenziale analizzarne la composizione qualitativa e il processo di generazione, cioè il modo in cui le diverse aree della gestione hanno influenzato la formazione del reddito d'esercizio. L'obiettivo è pertanto quello di arrivare a una riallocazione delle voci di entrate e spese che evidenzii la dinamica del processo di formazione del reddito d'esercizio. Questo avviene attraverso la suddivisione del reddito stesso tra le diverse aree gestionali che hanno contribuito alla sua creazione, tra queste vi sono: l'area operativo-caratteristica, quella accessoria, quella finanziaria, quella straordinaria e quella tributaria. La procedura di riclassificazione conserva una struttura scalare e si basa su alcune premesse fondamentali: rimuovere dal risultato netto d'esercizio componenti che non sono rilevanti per l'attività principale dell'impresa o che non mostrano una consistente ripetibilità nel tempo (in ogni caso, qualsiasi schema venga adottato, deve essere strutturato in modo da individuare chiaramente le componenti reddituali legate al core business, distinguendole nettamente da quelle estranee); mettere in luce risultati aggregati intermedi rilevanti nel contesto del risultato annuale, evidenziando le diverse fasi di formazione all'interno delle distinte aree in cui è astrattamente possibile suddividere la gestione aziendale. Esistono dunque vari schemi di riclassificazione del conto economico: conto economico a valore aggiunto, conto economico a costo del venduto e conto economico a margine di contribuzione. Per semplicità, in questa sede verrà trattata solo la prima, funzionale alle analisi presenti nei capitoli seguenti.

La riclassificazione del conto economico a valore aggiunto si fonda sulla suddivisione tra ricavi e costi legati, da una parte, a fattori produttivi esterni e, dall'altra, a fattori produttivi interni all'azienda stessa. Ai ricavi caratteristici vengono sottratti i costi operativi (per consumi di materie e altri fattori produttivi) e i costi di gestione esterni: questa operazione evidenzia il valore aggiunto, che rappresenta la quantificazione del valore incrementale che l'azienda è in grado di generare per i propri prodotti e servizi attraverso il processo

produttivo, influenzando i prezzi di vendita. Nella parte inferiore al processo di creazione del valore aggiunto viene collocata la parte di distribuzione dello stesso, impiegato per sostenere i costi del personale, gli ammortamenti, le svalutazioni, gli oneri finanziari e le imposte. Nella parte di distribuzione del valore aggiunto vengono evidenziati vari aggregati:

- MOL (Margine Operativo Lordo) o EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization): fornisce una valutazione del rendimento delle attività operative, escludendo gli effetti degli ammortamenti e degli accantonamenti.
- ROC (Reddito Operativo Caratteristico) o MON (Margine Operativo Netto): rappresenta una misura dell'efficacia dell'impresa nell'esecuzione delle sue attività fondamentali.
- EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): indica la redditività operativa generale delle diverse forme di investimento, sia caratteristiche che non, effettuate dall'azienda.
- Risultato Ordinario: rappresenta il risultato della gestione operativa, comprendendo operazioni sia caratteristiche che atipiche e finanziarie introdotte dall'azienda, ma distinte dalle componenti straordinarie.
- Risultato prima delle imposte: è creato includendo o escludendo oneri e proventi straordinari.
- Reddito netto d'esercizio: è lo stesso valore presente nel conto economico, ottenuto sottraendo le imposte sul reddito d'esercizio.

(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni
(+/-) Variazione delle rimanenze prodotti finiti
(+) Altri ricavi
(+) Costi capitalizzati
Valore della produzione operativa
(-) Acquisti di merci
(-) Acquisti di servizi
(-) Godimento beni di terzi
(-) Oneri diversi di gestione
(+/-) Variazione rimanenze materie prime
Costi della produzione
VALORE AGGIUNTO
(-) Costi del personale
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)
(-) Ammortamenti
(-) Accanton. e sval. attivo corrente
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)
(-) Oneri finanziari
(+) Proventi finanziari
Saldo gestione finanziaria
(-) Altri costi non operativi
(+) Altri ricavi e proventi non operativi
Saldo altri ricavi e costi non operativi
RISULTATO PRIMA IMPOSTE
(-) Imposte sul reddito
RISULTATO NETTO

Figura 2.4. Conto economico a valore aggiunto. Fonte: fiscalfocus.it

2.4 L'analisi di solidità

Il concetto di solidità costituisce il primo pilastro strutturale su cui si basano i calcoli degli indici di bilancio. Questo concetto può essere affrontato da due prospettive interconnesse: in un'accezione più ampia, si riferisce all'equilibrio nel medio-lungo periodo tra gli investimenti (struttura patrimoniale) e i finanziamenti (struttura finanziaria) dell'azienda. Tale equilibrio è basato principalmente sulla sincronizzazione delle scadenze temporali. In una prospettiva più specifica, esso si concentra sulla dipendenza finanziaria da risorse esterne, ossia l'equilibrio tra le fonti proprie e quelle fornite da terze parti. All'interno delle fonti esterne, è cruciale analizzare il mix di scadenze e gli attori coinvolti. Il collegamento tra queste due definizioni è evidente: imprese con una forte dipendenza finanziaria non presentano, almeno inizialmente, le condizioni per raggiungere un equilibrio sostenibile tra investimenti e finanziamenti a medio-lungo termine. In sintesi, la

solidità può essere descritta come la capacità di un'azienda di mantenere l'autonomia nel tempo (solvibilità a lungo termine), affrontando con successo eventi di rilevanza sia interna che esterna. Per effettuare l'analisi di solidità è necessario riclassificare lo stato patrimoniale secondo il criterio finanziario, per poi calcolare gli indici di solidità, che possono essere inerenti agli impieghi o alle fonti di finanziamento. Questa analisi riguarda, tra le altre cose, la politica di finanziamento dell'attivo fisso: in quest'ambito vengono calcolati i quozienti e i margini di struttura. Gli indicatori rilevanti in questo tipo di analisi sono quattro: il quoziente primario di struttura, il quoziente secondario di struttura il margine primario di struttura e il margine secondario di struttura. Partendo dal quoziente primario, esso mette in relazione il patrimonio netto con l'attivo fisso, misurando, quindi, la capacità dell'azienda di finanziare i propri investimenti senza ricorrere a finanziatori esterni: quando l'indicatore risulta maggiore di 1 significa che l'azienda è solida. Il quoziente secondario di struttura, invece, mette in relazione il capitale permanente con l'attivo fisso, includendo quindi nel numeratore anche le passività consolidate oltre al patrimonio netto. Affinché la copertura finanziaria dei beni a lungo termine sia garantita da risorse vincolate alla gestione per periodi medio-lunghi, è essenziale che anche questo rapporto sia superiore a 1. Oltre ai quozienti, è possibile esprimere le relazioni appena descritte mediante i margini, per mezzo dei quali, invece di eseguire una divisione tra i due fattori, si calcola una sottrazione tra gli stessi. In questo contesto è necessario che questi ultimi indicatori risultino maggiori di 0 per garantire una buona situazione dal punto di vista della solidità.

$$\begin{aligned} \text{Quoziente primario di struttura} &= \frac{PN}{AF} \\ \text{Quoziente secondario di struttura} &= \frac{PN + PC}{AF} \\ \text{Margine primario di struttura} &= PN - AF \\ \text{Margine secondario di struttura} &= (PN + PC) - AF \end{aligned}$$

Figura 2.5. Indici di struttura. Fonte: Elaborazione propria

2.5 L'analisi di liquidità

La liquidità è strettamente associata all'equilibrio finanziario e monetario a breve termine, ossia alla solvibilità nel breve periodo. Un'azienda dotata di adeguata liquidità possiede la capacità di generare flussi finanziari e monetari sufficienti per mantenere un costante equilibrio tra attività e passività a breve termine. Ciò significa essere in grado di affrontare in modo tempestivo e con costi accettabili gli impegni finanziari nei confronti dei finanziatori. L'analisi di questa componente strutturale richiede l'esame delle voci di breve termine dello stato patrimoniale, sia attive che passive, al fine di individuare possibili rischi o squilibri. Per costruire gli indicatori, si utilizzano i valori dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario. La liquidità è collegata alla solidità, ma si differenzia per l'orizzonte temporale considerato: breve termine per la liquidità e medio-lungo termine per la solidità. Ad esempio, potrebbe verificarsi una carenza di equilibrio finanziario a breve termine a causa di debiti eccessivi, mentre la situazione potrebbe essere sostenibile in termini di solidità. In questo caso, occorrerebbe concentrarsi sulla ristrutturazione del debito. La liquidità ha un orizzonte temporale convenzionalmente definito (un anno), quindi l'attenzione è rivolta principalmente ai tempi e al rispetto delle scadenze. Tra gli indicatori principali di questo tipo di analisi rientrano: il quoziente di disponibilità e il capitale circolante netto, che esprimono l'abilità dell'impresa di sostenere le spese di breve termine mediante le risorse disponibili nello stesso arco temporale; questi due indicatori mettono in relazione l'attivo corrente e il passivo corrente, rispettivamente sotto forma di rapporto e di sottrazione.

$$\text{Quoziente di disponibilità} = \frac{ACR}{PCR}$$
$$\text{Capitale Circolante Netto} = ACR - PCR$$

Figura 2.6. Indici di liquidità 1. Fonte: Elaborazione propria

Questi due indicatori non sembrano fornire, comunque, sufficienti informazioni sulla capacità dell'impresa di mantenersi solvibile nel breve termine, anche perché bisogna considerare che le rimanenze di magazzino sono spesso delle componenti destinate a rimanere tali per più tempo. Per ovviare a questo problema vengono calcolati gli indici di

tesoreria, che mettono in relazione le liquidità e le passività correnti: anche qui troviamo quozienti e margini, come quelli già incontrati nell'analisi di solidità.

$$\begin{aligned} \text{Quoziente primario di tesoreria} &= \frac{LI}{PCR} \\ \text{Quoziente secondario di tesoreria} &= \frac{LI + LF}{PCR} \\ \text{Margine primario di tesoreria} &= LI - PCR \\ \text{Margine secondario di tesoreria} &= (LI + LF) - PCR \end{aligned}$$

Figura 2.7. Indici di liquidità 2. Fonte: Elaborazione propria

2.6 L'analisi di redditività

La redditività si riferisce all'abilità dell'azienda di produrre reddito sufficiente a coprire i costi e a generare profitti, quindi la capacità di generare risultati economici positivi, condizione imprescindibile di sviluppo dell'impresa. Questo tipo di analisi unisce fattori di tipo qualitativo e di tipo quantitativo, misurando il modo in cui ogni area della gestione concorre alla formazione del risultato d'esercizio. Nel processo di riclassificazione del conto economico, si evidenziano risultati intermedi che vengono analizzati per verificare la loro coerenza rispetto alle risorse impiegate per ottenerli. È importante notare che i numeratori e i denominatori degli indici di redditività possono variare a seconda dell'oggetto dell'analisi, che in questo caso è l'azienda nel suo complesso. Questa prospettiva permette di valutare la redditività in modo più completo e di confrontare più aziende tra loro. Una volta individuati gli indicatori principali, questi verranno analizzati nel dettaglio per comprendere meglio come e perché l'azienda ha raggiunto determinati livelli di redditività e per identificare le variabili su cui intervenire per migliorare i risultati futuri o mantenerli allo stesso livello. Tra i vari indici di redditività il primo a risaltare è il ROE (*Return On Equity*), dato dal rapporto tra il risultato netto d'esercizio e il patrimonio netto: esso misura la redditività degli investimenti effettuati dall'impresa, e rappresenta quindi il tasso di redditività per gli azionisti. Il secondo indicatore che assume rilevanza nell'ambito di questa analisi è il ROI (*Return On Investment*): esso misura la capacità dell'azienda di produrre reddito considerando lo

svolgimento dell'attività tipica, e valuta inoltre il rendimento globale per gli investitori generato dalla stessa. Il ROI viene calcolato, quindi, come rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito, ma può essere espresso anche attraverso il prodotto tra il ROS e il turnover del capitale investito⁶. Un altro indicatore importante ai fini dell'analisi di redditività è rappresentato dal ROD (*Return On Debt*). Il ROD è un indice di bilancio che misura il valore di redditività in percentuale di un finanziamento esterno: nello specifico, esso misura quanto la redditività venga influenzata dai costi dei finanziamenti, quindi di solito, i tassi d'interesse sul prestito. Il ROD è calcolato come rapporto tra gli oneri finanziari e i debiti finanziari. L'ultimo indicatore trattato ai fini di questa analisi è il ROA (*Return On Assets*), che esprime la redditività dell'impresa in relazione alle risorse utilizzate per svolgere la propria attività economica: esso è utilizzato inoltre per fare confronti nel tempo e nello spazio, analizzando l'influenza dei fattori interni e di quelli esterni sull'attività d'impresa. Il ROA viene calcolato come rapporto tra l'EBIT e il CIN (quest'ultima è una componente data dalla somma tra gli investimenti operativi netti e gli investimenti extra-operativi).

$$ROE = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}}$$

$$ROD = \frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Debiti Finanziari}}$$

$$ROA = \frac{EBIT}{CIN}$$

Figura 2.8. Indici di redditività. Fonte: Elaborazione propria

⁶ Il turnover del capitale investito è un indicatore del ciclo finanziario che confronta i ricavi di vendita e il capitale investito dall'azienda. Esso è utile per misurare la capacità dell'azienda di generare ricavi sulla base di un dato capitale investito calcolando il numero di volte in cui tale capitale viene recuperato mediante le vendite.

CAPITOLO TERZO – Analisi di Enel ed Eni

Premessa

Le imprese analizzate nello specifico sono Enel S.p.A. ed Eni S.p.A.: due multinazionali italiane leader nella produzione e nella distribuzione dell'energia elettrica e del gas in Italia. Tali imprese presentano varie strategie di sostenibilità che verranno descritte all'interno del capitolo seguente.

3.1 Gli obiettivi e la strategia del gruppo Enel

Enel S.p.A. è un'impresa multinazionale presente in 30 paesi, che conta circa 70.000 dipendenti e 73 milioni di clienti in tutto il mondo. La società conta poi oltre 2 milioni di chilometri di rete con più di 90 GW di capacità installata in tutti e cinque i continenti, di cui 59,1 GW provenienti da fonti rinnovabili. Enel nasce come “Ente nazionale per l'energia elettrica” nel 1962, avente come punto di partenza il settore idroelettrico e il compito di dare al Paese l'energia necessaria per crescere rapidamente. La compagnia viene poi trasformata, in seguito alla liberalizzazione del mercato energetico italiano, in azienda privata nel 1999. Enel è stata fin da subito un'azienda pioniera in una serie di impianti di energia rinnovabile dopo l'installazione di uno dei più grandi impianti idroelettrici nel suo genere, del primo impianto solare collegato a una rete elettrica nel 1981, della prima centrale fotovoltaica e del primo parco eolico italiano. La società presenta quindi un importante impegno costante verso la transizione energetica e i temi riguardanti la sostenibilità: Enel redige, infatti, dal 1996 un report concernente la sostenibilità ambientale, e dal 2002 pubblica ogni anno il bilancio di sostenibilità. Nel 2008 il Gruppo Enel fonda Enel Green Power, avente un ruolo importante nella crescita e nella gestione della produzione di energia attraverso l'utilizzo di fonti rinnovabili a livello internazionale. Tale impresa è presente in 21 Paesi con asset operativi o in costruzione, e conta più di 1200 impianti, con un totale di 58,4 GW di capacità installata nei cinque continenti. La *mission* dell'impresa risulta essere “L'abilitazione del progresso attraverso l'energia sostenibile”, descritta come “Qualcosa che vada oltre il concetto di energia verde, poiché quest'ultima include al suo interno il concetto di Economia Circolare, che comprende anche il coinvolgimento delle persone, insieme alla biodiversità e alla Transizione Equa: questi concetti insieme potranno ridurre poi il costo dell'energia, e in questo contesto si parla di Elettrificazione” (Bernabei, 2022).

A questo punto risulta opportuno inquadrare la strategia, nonché il *purpose* del Gruppo: Enel ha infatti una visione che va oltre l'oggetto sociale indicato nello statuto, ovvero produrre, distribuire e vendere energia elettrica e operare nel settore energetico in generale, allo scopo di perseguire un profitto. Il *purpose* si articola attraverso gli impegni assunti nel tempo, come il perseguimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs), che vengono descritti approfonditamente nel piano strategico, e ai quali l'impresa ha aderito nel 2015 (Pollio, 2022). Nel piano strategico di Enel si incontrano infatti varie proposte da parte del gruppo:

- In primo luogo, la società si propone di proseguire l'elettrificazione sostenibile già in corso, che ha caratterizzato le attività del gruppo nell'ultimo periodo, sia per quanto riguarda la digitalizzazione, sia per quanto riguarda la generazione a zero emissioni; Enel ha infatti l'obiettivo di produrre il 75% dell'elettricità da fonti rinnovabili.
- Per quanto riguarda l'aspetto del perimetro geografico, Enel punta a creare una struttura societaria che possa essere più agile; per farlo l'impresa ha intenzione di concentrarsi su sei Paesi "core": Italia, Brasile, Cile, Colombia, Spagna, Stati Uniti.
- Entro il 2040 il gruppo prevede di raggiungere la completa decarbonizzazione di tutte le sue attività, per essere in linea con lo scenario di 1,5° C dell'Accordo di Parigi, con un mix di generazione di energia, vendita di elettricità e gas naturale ai clienti finali interamente a zero emissioni.
- Il Piano conferma la priorità del gruppo attribuita ai principi di sostenibilità: circa il 94% degli investimenti sono in linea con i *Sustainable Development Goals* (SDGs) dell'ONU; inoltre, l'80% degli investimenti è allineato direttamente con i criteri della Tassonomia dell'Unione Europea. La società si propone di incrementare complessivamente di circa 70 miliardi di euro il PIL nei paesi in cui opera, e di consentire ai propri clienti una riduzione di circa il 20% della spesa energetica residenziale totale, oltre a una migliore qualità del servizio.

Il gruppo si propone, poi, di perseguire alcuni obiettivi economico-finanziari specifici: in particolare il suo piano prevede una crescita dell'EBITDA ordinario di gruppo di circa 3,2 miliardi di euro entro il 2025, e un aumento di circa 2 miliardi di euro per quanto riguarda

l'Utile Netto Ordinario. Oltre a questi è previsto un aumento del *Dividend Per Share* da 0,40 a 0,43 nel biennio 2023-2024.

Crescita dell'utile	2022 E	2023	2024	2025
EBITDA ordinario (€mld)	19,0-19,6	20,4-21,0	21,4-22,0	22,2-22,8
Utile netto ordinario (€mld)	5,0-5,3	6,1-6,3	6,7-6,9	7,0-7,2
Creazione di valore				
DPS (€/azione)	0,40	0,43	0,43*	0,43*

* *DPS minimo*

Figura 3.1. Fonte: Enel.com – Piano Strategico 2023-2025

Le azioni pianificate da Enel risulterebbero dover portare a un impatto positivo sull'indebitamento netto del gruppo: questo condurrà, secondo una stima, ad una diminuzione del rapporto tra indebitamento netto ed EBITDA di circa 0,7 punti. L'importanza attribuita da Enel alla sostenibilità viene evidenziata in un ulteriore aspetto: si prevede infatti che la quota delle fonti di finanziamento sostenibile rispetto all'indebitamento lordo totale aumenterà dal 60% al 70% entro il 2025.

In particolare, tali progetti contribuiscono in modo diretto agli SDG 7 (“Energia pulita e accessibile”), 9 (“Imprese, innovazione e infrastrutture”) e 11 (“Città e comunità sostenibili”), tutti funzionali all'SDG 13 (“Lotta contro il cambiamento climatico”).

3.2 L'approccio alla sostenibilità di Enel

L'approccio di Enel prevede la congiunzione di due fattori specifici: l'innovazione e la sostenibilità. In merito a questo, la società ha creato il progetto “*Innovability*” (unione

tra *Innovation* e *Sustainability*), e la conseguente piattaforma “*Open Innovability*”, quest’ultima con lo scopo di raccogliere soluzioni innovative e sostenibili. “La sostenibilità richiede un’innovazione continua mentre l’innovazione, per essere davvero utile, deve essere sostenibile. Siamo anche convinti che la sinergia tra innovazione e sostenibilità possa aiutare a trovare soluzioni in grado di migliorare concretamente il mondo” (Enel, 2022).

Il Piano di Sostenibilità del gruppo evidenzia la concretizzazione degli impegni assunti da Enel: in questo, infatti, è presente un insieme di scelte strategiche declinate in obiettivi puntuali a breve, medio e lungo termine, definite in base ai risultati dell’analisi di materialità e al Piano Strategico, e sottoposte a un processo di continuo aggiornamento. Con riferimento al Bilancio di Sostenibilità del 2022, il Piano di Sostenibilità di Enel si fonda su cinque punti cardine, che devono sempre essere tenuti in considerazione: Al centro di tutto vi è I) L’ambizione del gruppo di raggiungere l’obiettivo emissioni zero entro il 2040; i successivi punti che guidano le azioni della società sono: II) Le persone; III) I diritti umani; IV) Gli acceleratori della crescita; V) La natura.



Figura 3.2. Fonte: Enel. Bilancio di Sostenibilità 2022

Tali punti si articolano poi in una serie di principi e sottocategorie che rafforzano e sostengono i punti stessi. L’obiettivo “Emissioni zero”, oggetto principale del gruppo, è definito in linea con l’obiettivo di contenimento del riscaldamento globale al di sotto di

1,5°C, ed è sostenuto da alcuni target specifici che riguardano le emissioni dirette e indirette generate dagli impianti di Enel e dai suoi fornitori e clienti a monte e a valle.

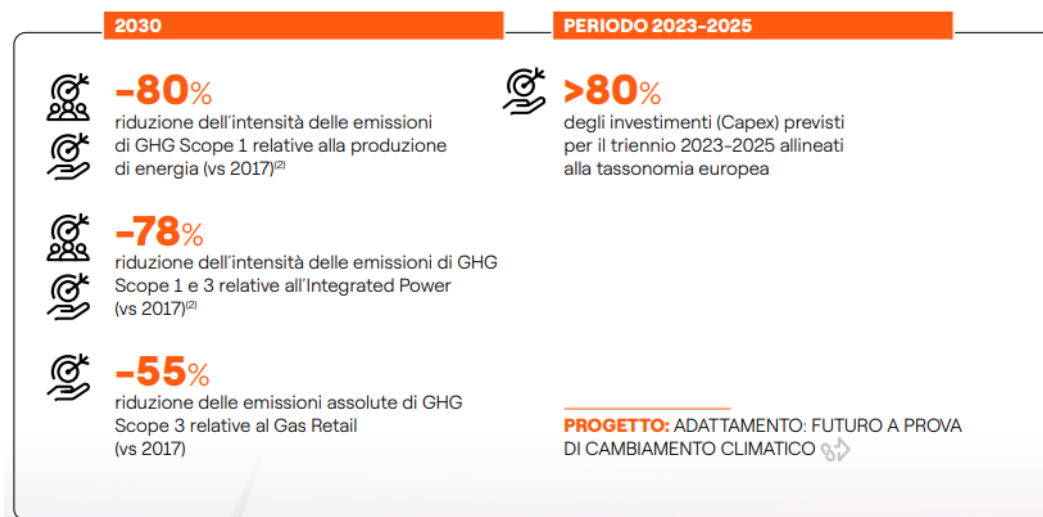


Figura 3.3. Fonte: Enel. Bilancio di Sostenibilità 2022.

A supportare maggiormente il medesimo, si aggiungono il crescente sviluppo delle energie rinnovabili e la conseguente estensione e digitalizzazione delle reti, il tutto con lo scopo di accompagnare gli utenti in un percorso di “Elettrificazione pulita” e di trasformazione delle abitudini energetiche, attraverso servizi di flessibilità della rete, sviluppo di comunità energetiche⁷, e ottimizzazione del consumo.

Enel attribuisce molto valore alle “Persone”, le quali rappresentano uno dei pilastri fondamentali della strategia di sostenibilità del gruppo. Il valore che la società conferisce ai propri *stakeholders* è evidenziato dalla promozione di specifici programmi di ricollocamento e riqualificazione delle risorse e delle competenze degli stessi. Nei confronti dei suoi dipendenti, Enel si impegna a realizzare un ambiente lavorativo inclusivo che possa valorizzare le diversità tramite una forte e diversificata offerta formativa. Enel si impegna inoltre ad aumentare la “quota rosa”: le donne in Azienda rappresentano infatti il 23,4% del totale ad oggi, ma l’obiettivo del gruppo è quello di raggiungere una percentuale di donne all’interno dei Piani di Successione dei Top Manager del 45% entro il 2025. Quanto ai fornitori, invece, Enel garantisce lealtà, collaborazione e trasparenza alla base dei suoi processi di acquisto, ma dall’altro lato chiede alle parti

⁷ Le comunità energetiche consistono in associazioni tra cittadini o organizzazioni che uniscono le proprie forze per produrre e scambiare energia generata da fonti rinnovabili su scala locale.

corrispettive la garanzia degli standard qualitativi e l'adozione delle pratiche migliori in termini di impatti sull'ambiente e di diritti umani.

Un altro pilastro della strategia di sostenibilità è rappresentato dagli “Acceleratori della crescita”, che comprendono: l'innovazione, la digitalizzazione, la finanza sostenibile e l'economia circolare. Enel lavora costantemente sull'innovazione, concernente tutti i temi strategici, per garantire un'evoluzione dell'Azienda nel lungo periodo. Attraverso un coinvolgimento dell'intera catena del valore e l'adozione di un modello di economia circolare, la società rende il proprio business sostenibile anche grazie all'aiuto della digitalizzazione delle proprie attività. Per raggiungere più velocemente gli obiettivi dell'Agenda 2030 è inoltre importante un utilizzo della finanza sostenibile: il gruppo, infatti, ha attribuito alla stessa un ruolo fondamentale nel supporto della sua crescita; essa, infatti, rappresenta il 63% del debito lordo a fine 2022, e proprio nel 2022, il 92% degli investimenti in conto capitale (*Capex*), sono risultati in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs).

La Natura rappresenta, per Enel, un ulteriore pilastro della sua strategia di sostenibilità, dove l'obiettivo del gruppo è “La protezione del capitale naturale e della biodiversità”. La strategia per tutelare l'ambiente viene sostenuta, non solo, dal consumo e dalla produzione di energia da fonti rinnovabili, ma anche da un approccio di circolarità, che riduce il consumo di fonti non rinnovabili e massimizza le fonti già impiegate integrando la sostenibilità dalla fase di design allo smantellamento degli impianti.

L'ultimo pilastro della strategia è rappresentato dal rispetto dei Diritti Umani, declinato in una serie di tutele, quali quelle della salute e della sicurezza dei dipendenti, garantite attraverso l'integrazione della sicurezza in tutti i processi di formazione, gestione degli infortuni e dei controlli sulla qualità, alla base dei quali è presente un solido assetto di *governance*, in modo da garantire trasparenza, integrità e correttezza a supporto del *business model* del gruppo.

La strategia di sostenibilità adottata da Enel, insieme al suo modello di business integrato le permette di contribuire al raggiungimento di tutti i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs). In riferimento a questo, 4 dei 17 obiettivi costituiscono il vero valore del gruppo: si parla in particolare degli SDG 7 “Assicurare a tutti l'accesso a sistemi

di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni”, SDG 9 “Costruire un’infrastruttura resiliente, promuovere l’industrializzazione inclusiva e sostenibile e sostenere l’innovazione”, SDG 11 “Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, resilienti e sostenibili”, SDG 13 “Adottare misure urgenti per combattere i cambiamenti climatici e le loro conseguenze”.

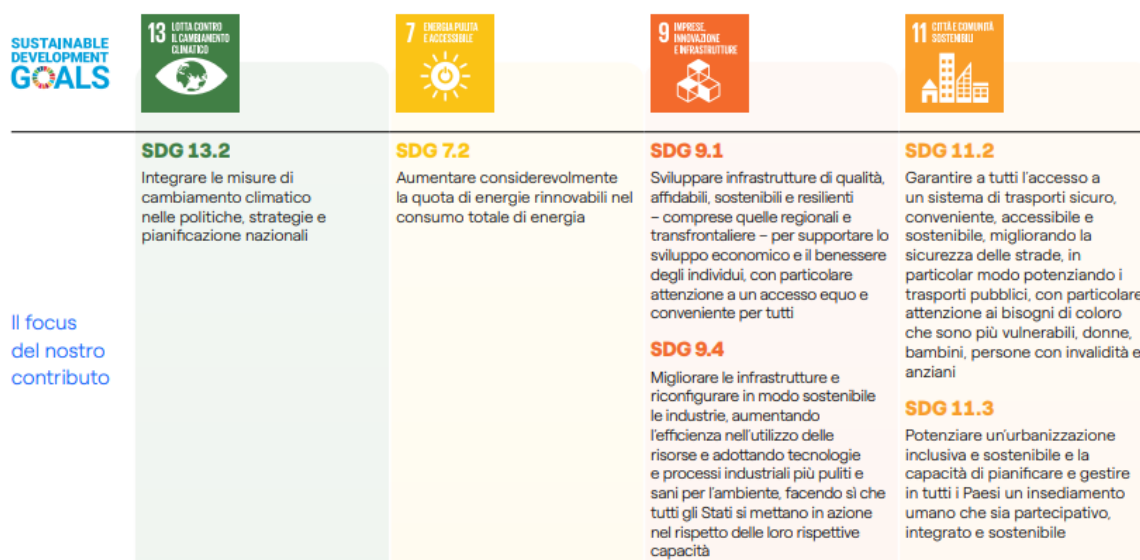


Figura 3.4. Fonte: Enel. Bilancio di Sostenibilità 2022

Tra le azioni intraprese dal gruppo per il raggiungimento dei SDGs spiccano tra tutte: una roadmap di decarbonizzazione del gruppo, lo sviluppo di nuove capacità RES⁸, l’obiettivo di abbandono della generazione a carbone previsto entro il 2027 e a gas entro il 2040, e un piano Capex perfettamente allineato alla Tassonomia ESG. Per individuare più facilmente le aree di intervento, Enel predispone dal 2012 l’analisi di materialità, che viene sviluppata ogni anno considerando le linee guida promosse dagli standard internazionali più rilevanti, quali gli Universal Standard GRI (*Global Reporting Initiative*) 2021 e gli AA10000 (Accountability 1000), riguardanti i temi di impatto, materialità, inclusività e rispondenza. Attraverso l’analisi di materialità, la società individua le proprie priorità e gli impatti generati e subiti dall’Azienda (c.d. Doppia Materialità).

⁸ RES. Acronimo di “*Renewable Energy Sources*”, ovvero fonti energetiche rinnovabili.

Enel ha adottato la Tassonomia europea, sviluppando un processo composto da cinque fasi dalle quali risulta l'applicabilità della stessa attraverso la catena del valore. All'interno della catena, le attività possono essere suddivise in tre categorie specifiche:

- **Eleggibile:** si tratta di attività economiche che sono esplicitamente incluse nel regolamento della tassonomia, e soddisfano i criteri previsti dallo stesso
- **Non eleggibile:** sono attività economiche esplicitamente incluse nel regolamento della tassonomia, ma non soddisfano i criteri previsti dallo stesso per gli obiettivi ambientali.
- **Non coperto:** categoria che comprende attività economiche che non sono incluse nel regolamento della tassonomia e non soddisfano quindi nessun criterio previsto dal regolamento stesso.

Il gruppo si attiene quindi ai criteri previsti dalla tassonomia identificando le attività economiche ammissibili; analizzando e valutando il contributo sostanziale; valutando il rispetto del principio DNSH⁹, verificando le garanzie minime di salvaguardia e, infine, calcolando le rispettive metriche finanziarie. Dall'analisi di ammissibilità risultano ammissibili e allineate le attività riguardanti il settore eolico e solare, il 99,6% delle attività riguardanti il settore idroelettrico, la totalità di quelle riguardanti il settore geotermico e il RES Storage. Oltre a queste, risultano allineate una serie di attività riguardanti progetti quali "e-Mobility", "Smart Lighting", "e-Bus", "Energy Efficiency" e altre. Risultano poi ammissibili, ma non allineate alla tassonomia, le attività riguardanti lo 0,4% del settore idroelettrico, le connessioni tra sottostazioni e impianti di energia elettrica a intensità di gas serra superiori a 100gCO_{2eq}/kWh, le attività di distribuzione in Colombia e Argentina e i combustibili fossili di tipo gassoso. Risultano infine non ammissibili le attività concernenti il trading, la vendita al dettaglio, i servizi finanziari, il funzionamento del parco nucleare di Enel, e, infine, una serie di combustibili quali il carbone, l'olio combustibile e il "Open-Cycle Gas Turbine", questi ultimi, in quanto considerati combustibili fossili. Per quanto riguarda i dati numerici, si può notare una diminuzione dal 2021 al 2022 della percentuale EBITDA delle attività allineate, che ammonta al 56,7% rispetto al 63,9% dell'anno precedente: questo avvenimento è dovuto a un aumento del fatturato totale, che

⁹ Il rispetto del principio *Do No Significant Harm* viene verificato assicurandosi che le attività esercitate dal gruppo non arrechino alcun danno significativo all'ambiente.

però si è registrato per la maggior parte nelle attività non allineate, proprio per questo la percentuale di allineamento del fatturato ammonta al 21,4% nel 2022 rispetto al 33,9% del 2021. Le percentuali riguardanti i KPIs *Capex* e *Opex* nel sono invece in crescita: esse ammontano rispettivamente a 81,9% e 66,9% in confronto a quelle dell'anno precedente che erano rispettivamente del 77,4% e del 60,8%.

3.3 Riclassificazione dei prospetti contabili di Enel

Di seguito sono riportati i prospetti di bilancio del gruppo, e le conseguenti riclassificazioni effettuate nel modo più opportuno in base alle esigenze dello studio. I dati sono riportati in milioni di euro.

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO	2022	2021
Ricavi		
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	135.653	81.900
Altri proventi	4.864	3.819
Totale Ricavi	140.517	85.719
Costi		
Energia elettrica, gas e combustibile	96.896	47.702
Servizi e altri materiali	20.228	19.240
Costo del personale	4.570	5.140
Impairment/(Ripristini di valore) netti di crediti commerciali e altri crediti	1.278	1.175
Ammortamenti e altri impairment	7.447	8.507
Altri costi operativi	4.685	1.968
Costi per lavori interni capitalizzati	-3.415	-3.041
Totale Costi	131.689	80.691
Risultati netti da contratti su commodity	2.365	2.523
Risultato operativo	11.193	7.551
Proventi finanziari da contratti derivati	3.118	2.717
Altri proventi finanziari	3.430	1.862
Oneri finanziari da contratti derivati	3.414	1.256
Altri oneri finanziari	5.880	6.087
Proventi/(Oneri) netti da iperinflazione	290	20
Quota dei proventi/(oneri) derivanti da partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto	4	571
Risultato prima delle imposte	8.741	5.378
Imposte	3.523	1.620
Risultato netto delle continuing operation	5.218	3.758
Risultato netto delle discontinued operation	-2.298	99
Risultato netto dell'esercizio (Gruppo e terzi)	2.920	3.857

Figura 3.5. Conto economico consolidato del gruppo Enel. Fonte: Enel.com, elaborazione propria.

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO	2022	2021		2022	2021
Attività non correnti			Patrimonio netto		
Immobili, impianti e macchinari	88.521	84.572	Capitale sociale	10.167	10.167
Investimenti immobiliari	94	91	Riserva azioni proprie	-47	-36
Attività immateriali	17.520	18.070	Altre riserve	2.740	1.721
Avviamento	13.742	13.821	Utili e perdite accumulati	15.797	17.801
Attività per imposte anticipate	10.925	11.034	Interessenze di terzi	13.425	12.698
Partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto	1.281	704	Totale patrimonio netto	42.082	42.342
Derivati finanziari attivi non correnti	3.970	2.772			
Attività derivanti da contratti con i clienti non correnti	508	530	Passività non correnti		
Altre attività finanziarie non correnti	8.359	5.704	Finanziamenti a lungo termine	68.191	54.500
Altre attività non correnti	2.486	3.268	Benefici ai dipendenti	2.202	2.724
Totale attività non correnti	147.406	140.566	Fondi rischi e oneri quota non corrente	6.055	7.197
			Passività per imposte differite	9.542	9.259
Attività correnti			Derivati finanziari passivi non correnti	5.895	3.339
Rimanenze	4.853	3.109	Passività derivanti da contratti con i clienti non correnti	5.747	6.214
Crediti commerciali	16.605	16.076	Altre passività finanziarie non correnti	-	120
Attività derivanti da contratti con i clienti correnti	106	121	Altre passività non correnti	4.246	4.525
Crediti per imposte sul reddito	561	530	Totale passività non correnti	101.878	87.878
Derivati finanziari attivi correnti	14.830	22.791			
Altre attività finanziarie correnti	13.753	8.645	Passività correnti		
Altre attività correnti	4.314	5.002	Finanziamenti a breve termine	18.392	13.306
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	11.041	8.858	Quote correnti dei finanziamenti a lungo termine	2.835	4.031
Totale attività correnti	66.063	65.132	Fondi rischi e oneri quota corrente	1.325	1.126
			Debiti commerciali	17.641	16.959
Attività classificate come possedute per la vendita	6.149	1.242	Debiti per imposte sul reddito	1.623	712
Totale attività	219.618	206.940	Derivati finanziari passivi correnti	16.141	24.607
			Passività derivanti da contratti con i clienti correnti	1.775	1.433
			Altre passività finanziarie correnti	853	625
			Altre passività correnti	11.713	12.959
			Totale passività correnti	72.298	75.758
			Passività classificate come possedute per la vendita	3.360	962
			Totale passività	177.536	164.598
Totale Attività	219.618	206.940	Totale Passività e Patrimonio netto	219.618	206.940

Figura 3.6. Stato patrimoniale consolidato del gruppo. Fonte: Enel.com, elaborazione propria

Dai prospetti di bilancio emerge come Enel abbia ottenuto un aumento dei ricavi del 63,9% rispetto all'anno precedente (2021), questo è riconducibile ai maggiori volumi di energia prodotti e venduti, in un contesto di prezzi sempre crescenti, e alla cessione di alcune attività e partecipazioni, quali quelle tenute in Ufinet e in Gridspertise; tali ricavi sono stati influenzati anche dall'effetto positivo dei tassi di cambio in America Latina, dove il gruppo investe continuamente. La società presenta inoltre, un indebitamento finanziario netto pari a 60.068 milioni di euro, che è maggiore rispetto ai 51.693 milioni di euro del 2021, dovuto sostanzialmente al pagamento dei dividendi e al fabbisogno generato dagli investimenti. Un'ulteriore voce in aumento è quella delle immobilizzazioni, che sono superiori del 10,4% nel 2022 rispetto all'anno precedente: tale incremento è dovuto ai maggiori investimenti del gruppo nelle fonti rinnovabili con particolare riguardo all'Italia, al Brasile, al Perù e alla Spagna. Bisogna specificare però, che tutti i dati hanno subito l'impatto della crisi pandemica COVID-19, che ha inciso sulle catene di approvvigionamento, determinandone delle interruzioni, e del conflitto militare tra Russia e Ucraina, che ha portato ad un aggravamento del mercato energetico, e a un conseguente aumento dei prezzi dei beni

alimentari e delle materie prime; nonostante questo, però, il gruppo Enel ha proseguito il proprio percorso di crescita.

Per comprendere adesso, in modo più approfondito, vari aspetti quali la solidità, la liquidità e la redditività di Enel, sono state effettuate le riclassificazioni dei prospetti di bilancio e il calcolo dei vari indici.

STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO CONSOLIDATO	2022	2021		2022	2021
Attivo Fisso	147.406	140.566	Mezzi Propri	42.082	42.351
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	<i>88.615</i>	<i>84.663</i>	<i>Patrimonio netto</i>	<i>42.082</i>	<i>42.351</i>
Immobili, impianti e macchinari	88.521	84.572	Capitale sociale	10.167	10.167
Investimenti immobiliari	94	91	Riserva azioni proprie	-47	-36
			Altre riserve	2.740	1.721
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	<i>42.187</i>	<i>42.925</i>	Utili e perdite accumulati	15.797	17.801
Avviamento	13.742	13.821	Interessenze di terzi	13.425	12.698
Attività immateriali	17.520	18.070			
Attività per imposte anticipate	10.925	11.034	Capitale di terzi	177.536	164.598
			<i>Passività Consolidate</i>	<i>101.878</i>	<i>87.878</i>
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	<i>14.118</i>	<i>9.710</i>	Finanziamenti a lungo termine	68.191	54.500
Partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto	1.281	704	Benefici ai dipendenti	2.202	2.724
Derivati finanziari attivi non correnti	3.970	2.772	Fondi rischi e oneri quota non corrente	6.055	7.197
Attività derivanti da contratti con i clienti non correnti	508	530	Passività per imposte differite	9.542	9.259
Altre attività finanziarie non correnti	8.359	5.704	Derivati finanziari passivi non correnti	5.895	3.339
			Passività derivanti da contratti con i clienti non correnti	5.747	6.214
Altre attività non correnti	2.486	3.268	Altre passività finanziarie non correnti	-	120
			Altre passività non correnti	4.246	4.525
Attivo corrente	72.212	66.374			
<i>Disponibilità di magazzino</i>	<i>4.853</i>	<i>3.109</i>	<i>Passività correnti</i>	<i>75.658</i>	<i>76.720</i>
Rimanenze	4.853	3.109	Finanziamenti a breve termine	18.392	13.306
			Quote correnti dei finanziamenti a lungo termine	2.835	4.031
<i>Liquidità differite</i>	<i>56.318</i>	<i>54.407</i>	Fondi rischi e oneri quota corrente	1.325	1.126
Crediti commerciali	16.605	16.076	Debiti commerciali	17.641	16.959
Attività derivanti da contratti con i clienti correnti	106	121	Debiti per imposte sul reddito	1.623	712
Crediti per imposte sul reddito	561	530	Derivati finanziari passivi correnti	16.141	24.607
Derivati finanziari attivi correnti	14.830	22.791	Passività derivanti da contratti con i clienti correnti	1.775	1.433
Altre attività finanziarie correnti	13.753	8.645	Altre passività finanziarie correnti	853	625
Altre attività correnti	4.314	5.002	Altre passività correnti	11.713	12.959
Attività classificate come possedute per la vendita	6.149	1.242	Passività classificate come possedute per la vendita	3.360	962
<i>Disponibilità liquide</i>	<i>11.041</i>	<i>8.858</i>			
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	11.041	8.858			
Totale attività	219.618	206.940	Totale Passività	219.618	206.949

Figura 3.7. Stato patrimoniale finanziario consolidato del gruppo Enel. Fonte: Elaborazione propria

STATO PATRIMONIALE ECONOMICO-FUNZIONALE	2022	2021		2022	2021
Investimenti operativi	165.770	156.815	Mezzi Propri	42.082	42.351
Immobili, impianti e macchinari	88.521	84.572	Patrimonio netto	42.082	42.351
Investimenti immobiliari	94	91	Capitale sociale	10.167	10.167
Attività immateriali	17.520	18.070	Riserva azioni proprie	-47	-36
Avviamento	13.742	13.821	Altre riserve	2.740	1.721
Attività per imposte anticipate	10.925	11.034	Utili e perdite accumulati	15.797	17.801
Altre attività non correnti	2.486	3.268	Interessenze di terzi	13.425	12.698
Rimanenze	4.853	3.109			
Crediti commerciali	16.605	16.076	Debiti finanziari	119.687	108.851
Crediti per imposte sul reddito	561	530	Finanziamenti a lungo termine	68.191	54.500
Altre attività correnti	4.314	5.002	Fondi rischi e oneri quota non corrente	6.055	7.197
Attività classificate come possedute per la vendita	6.149	1.242	Derivati finanziari passivi non correnti	5.895	3.339
			Altre passività finanziarie non correnti	-	120
Debiti Commerciali (-)	57.849	55.747	Finanziamenti a breve termine	18.392	13.306
Benefici ai dipendenti	2.202	2.724	Quote correnti dei finanziamenti a lungo termine	2.835	4.031
Passività per imposte differite	9.542	9.259	Fondi rischi e oneri quota corrente	1.325	1.126
Passività derivanti da contratti con i clienti non correnti	5.747	6.214	Derivati finanziari passivi correnti	16.141	24.607
Altre passività non correnti	4.246	4.525	Altre passività finanziarie correnti	853	625
Debiti commerciali	17.641	16.959			
Debiti per imposte sul reddito	1.623	712			
Passività derivanti da contratti con i clienti correnti	1.775	1.433			
Altre passività correnti	11.713	12.959			
Passività classificate come possedute per la vendita	3.360	962			
Investimenti operativi netti	107.921	101.068			
Investimenti extra-operativi	42.807	41.267			
Partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto	1.281	704			
Derivati finanziari attivi non correnti	3.970	2.772			
Attività derivanti da contratti con i clienti non correnti	508	530			
Altre attività finanziarie non correnti	8.359	5.704			
Attività derivanti da contratti con i clienti correnti	106	121			
Derivati finanziari attivi correnti	14.830	22.791			
Altre attività finanziarie correnti	13.753	8.645			
Disponibilità liquide	11.041	8.858			
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	11.041	8.858			
Totale Attività	219.618	206.940	Totale Passività	219.618	206.940

Figura 3.8. Stato patrimoniale economico-funzionale consolidato del gruppo Enel. Fonte: Elaborazione propria

CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO		
Valore della produzione	142.882	88.242
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	135.653	81.900
Altri proventi	4.864	3.819
Risultati netti da contratti su commodity	2.365	2.523
Consumi di materie e altri fattori produttivi	118.394	65.869
Energia elettrica, gas e combustibile	96.896	47.702
Servizi e altri materiali	20.228	19.240
Altri costi operativi	4.685	1.968
Costi per lavori interni capitalizzati	-3.415	-3.041
Valore aggiunto	24.488	22.373
Costo del personale	4.570	5.140
EBITDA	19.918	17.233
Ammortamenti e altri impairment	7.447	8.507
Impairment/(Ripristini di valore) netti di crediti commerciali e altri crediti	1.278	1.175
EBIT (Reddito Operativo Caratteristico)	11.193	7.551
Proventi finanziari da contratti derivati	3.118	2.717
Altri proventi finanziari	3.430	1.862
Proventi/(Oneri) netti da iperinflazione	290	20
Quota dei proventi/(oneri) derivanti da partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto	4	571
EBIT (Reddito Operativo Globale)	18.035	12.721
Oneri finanziari da contratti derivati	3.414	1.256
Altri oneri finanziari	5.880	6.087
Risultato Ordinario	8.741	5.378
Imposte	3.523	1.620
Risultato netto delle continuing operation	5.218	3.758
Risultato netto delle discontinued operation	-2.298	99
Risultato netto d'esercizio	2.920	3.857

Figura 3.9. Conto economico a valore aggiunto del gruppo Enel. Fonte: Elaborazione propria

Grazie alle riclassificazioni dei prospetti è possibile mettere da subito in risalto alcuni indicatori di redditività quali: il Margine Operativo Lordo (EBITDA), che ammonta a 19.918 milioni di euro nel 2022, con un incremento di circa il 15,6% rispetto all'anno precedente; il Reddito Operativo Caratteristico (EBIT), anch'esso maggiore rispetto al 2021, con un incremento del 48,2%. Le riclassificazioni sopra riportate servono comunque, non solo all'evidenziazione di tali indicatori, ma permettono di calcolarne altri, funzionali ai diversi tipi di analisi: patrimoniale, finanziaria e reddituale, che sono di seguito riportate.

3.4 L'analisi per indici di Enel

Per ogni tipo di analisi sono stati calcolati i vari indici che permettono di comprendere al meglio la situazione patrimoniale, quella finanziaria e quella reddituale del gruppo.

Indici di struttura - Analisi patrimoniale	2022	2021
Margine Primario di struttura = $PN - AF$	-105.324	-98.215
Margine Secondario di struttura = $(PN + PC) - AF$	-3.446	-10.337
Quoziente Primario di struttura = PN/AF	0,285	0,301
Quoziente secondario di struttura = $(PN + PC)/AF$	1,490	1,472

Figura 3.10. Analisi di solidità. Fonte: Elaborazione propria

Con riferimento all'analisi patrimoniale, è possibile notare come l'azienda non sia molto solida: tale problema è evidenziato dai due margini di struttura, entrambi negativi, e dai due quozienti di struttura. Entrando nel dettaglio, risulta che l'attivo fisso di Enel sia finanziato solo per il 28,5% dai mezzi propri, questo significa che per la restante parte la società debba ricorrere al debito; dal quoziente di struttura secondario emerge invece però, che con l'aiuto delle passività consolidate, il gruppo riesce comunque a finanziare l'attivo fisso. Tuttavia, la situazione patrimoniale della società rispetto all'anno precedente (2021) è peggiorata.

Indici di liquidità - Analisi finanziaria	2022	2021
Quoziente di disponibilità = ACR/PCR	0,954	0,865
Capitale Circolante Netto = $ACR - PCR$	-3.446	-10.346
Margine Primario di tesoreria = $LI - PCR$	-64.617	-67.862
Margine Secondario di tesoreria = $(LI + LF) - PCR$	-8.299	-13.455
Quoziente Primario di tesoreria = LI/PCR	0,146	0,115
Quoziente Secondario di tesoreria = $(LI + LF)/PCR$	0,890	0,825

Figura 3.11. Analisi di liquidità. Fonte: Elaborazione propria

Per quanto riguarda l'analisi finanziaria del gruppo, è evidente che Enel si trovi in una situazione di disequilibrio finanziario di breve termine. La società, infatti, non dispone di entrate nel breve termine sufficienti a coprire le uscite nel breve termine, e questo lo si nota dal quoziente di disponibilità, che dovrebbe essere almeno uguale a 1 per avere una situazione di equilibrio. Al fine di ottenere un'analisi più specifica e attendibile sul piano della liquidità, vengono esaminati gli indici di tesoreria. Dai quozienti di tesoreria si può notare che la società non riesce a far fronte ai debiti a breve termine attraverso le sue risorse liquide: in particolare le sue liquidità immediate riescono a coprire i suoi debiti a breve termine solo per il 14,6%. Nonostante la situazione su questo aspetto sia precaria, bisogna specificare che c'è stato comunque un miglioramento rispetto all'anno precedente (2021).

Indicatori Redditali - Analisi reddituale	2022	2021
ROE = <i>Reddito netto/Patrimonio netto</i>	6,94%	9,11%
ROI = <i>Reddito operativo/Capitale investito</i>	5,45%	3,83%
ROD = <i>Oneri finanziari/Capitale di terzi</i>	5,23%	4,46%
ROA = <i>EBIT/CIN</i>	5,45%	3,83%

Figura 3.12. Analisi reddituale. Fonte: Elaborazione propria

L'analisi reddituale esprime la capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi. Gli indici che vengono presi in considerazione in questo tipo di analisi sono il ROE, il ROI, il ROD e il ROA, che vengono di seguito analizzati singolarmente. Il ROE, che esprime la redditività dell'*Equity*, è, al 31 dicembre del 2022, pari al 6,94%, e mostra una riduzione del 2,17% rispetto all'anno precedente: tale decremento può essere associato alla riduzione del risultato netto di esercizio avvenuta nello stesso periodo. Il ROI, che esprime la redditività del capitale investito, ha subito nel 2022, un incremento del 1,62% rispetto all'anno precedente, nonostante gli investimenti operativi netti rimangono, tra i due anni, quasi invariati: tale incremento è giustificabile, infatti, attraverso l'aumento nel 2022, rispetto al 2021 del reddito operativo caratteristico. Un indicatore particolare, che esprime il costo dell'indebitamento dell'impresa, è il ROD, calcolato come rapporto tra gli oneri finanziari e il capitale di terzi: tale indicatore risulta nel 2022 pari al 5,45%, con un aumento del 0,77% rispetto al 2021. La situazione per quanto riguarda il costo dell'indebitamento della società è rimasta quasi la medesima tra i due anni di riferimento. L'ultimo indicatore preso in considerazione è il ROA, che esprime la redditività degli investimenti totali. Tale indicatore include gli investimenti extra operativi al suo interno, e, così come il ROI, anche il ROA del gruppo ha subito un incremento dal 2021 al 2022, pari al 1,62%.

3.5 Gli obiettivi e la strategia del gruppo Eni

Eni è una multinazionale italiana presente in 62 paesi, con 32.188 dipendenti (nel 2022) e circa 10,1 milioni di clienti in tutto il mondo. Eni, acronimo di “Ente Nazionale Idrocarburi” nasce come ente pubblico economico nel 1953, sotto la direzione di Enrico Mattei, che ne rimase presidente fino alla sua morte avvenuta nel 1962. La compagnia fu fin da subito un’impresa leader in attività quali lo sfruttamento del metano, lo sviluppo dei distributori di benzina e la realizzazione di raffinerie e reti distributive in Italia e all’estero. La società fu poi trasformata in società per azioni nel 1992, per poi essere privatizzata e quotata alla Borsa italiana e al NYSE (New York Stock Exchange) nello stesso periodo. L’azienda è presente lungo l’intera catena del valore: tra le sue attività compaiono, infatti, l’esplorazione, lo sviluppo e l’estrazione di olio e gas naturale, la generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili e da cogenerazione, la raffinazione, e lo sviluppo di processi di economia circolare. I dati riportati nel 2022 mostrano la presenza di Eni all’interno di tutti e cinque i continenti: la società vanta infatti, un totale di 1.610 migliaia di barili di petrolio equivalente al giorno di idrocarburi prodotti, 60,52 miliardi di m³ di gas naturale venduto al mondo, 428.000 di biocarburanti prodotti e venduti, e, 2.553 GW/h di energia prodotta attraverso l’uso di fonti rinnovabili. Eni presenta una grande sensibilità e un forte impegno rispetto al tema della sostenibilità, e questo lo si riscontra in molte caratteristiche della società: il gruppo riesce a proporre ai propri clienti un’ampia offerta di prodotti energetici sostenibili grazie alla sua presenza nel mondo e alle alleanze consolidate con i suoi partner e con le istituzioni locali. L’approccio utilizzato da Eni, proprio nell’ambito della transizione energetica, è basato sulla diversificazione del mix energetico, sullo sviluppo di nuove tecnologie, e sul riconoscimento del ruolo del gas come protagonista. Proprio in questo contesto si parla di “*Just Transition*”, che la società descrive come “Una transizione energetica, ovvero il passaggio a un mix di fonti di energie pulite, che deve essere socialmente equa e giusta, vale a dire basata su un approccio differente tra i Paesi a seconda delle proprie risorse economiche” (Eni. Report di sostenibilità, 2022). Eni comunica le sue performance di sostenibilità in vari modi: il gruppo pubblica, infatti, dal 2001, un report annuale di sostenibilità, e altri documenti concernenti la transizione energetica e la transizione centrata sulle persone. I documenti sulla sostenibilità pubblicati da Eni, si differenziano dalle Dichiarazioni Non Finanziarie standard (che Eni comunque

redige separatamente), proprio per il modo in cui vengono approfonditi i racconti, e le testimonianze di persone con le quali il gruppo condivide la propria storia.

Nel 2017 nasce Eni Plenitude, in seguito alla trasformazione dell'antecedente segmento Eni Gas e Luce, in una nuova società *retail* per gas e luce. Plenitude è impegnata principalmente nella distribuzione e nella vendita di energia elettrica e di gas naturale, ed opera a livello internazionale in undici paesi del mondo.

Nel 2020 il Gruppo Eni crea Eni Joule, una vera e propria scuola per l'impresa che supporta la crescita di aziende sostenibili attraverso vari programmi e percorsi di formazione, di cui due sono i principali: *Human Knowledge*, che contribuisce alla formazione dei nuovi imprenditori e alla sensibilizzazione di questi ultimi ai criteri di sostenibilità, ed *Energizer*, che aiuta le nuove startup sostenibili a combattere il cambiamento climatico e ad adottare processi di economia circolare con l'obiettivo della decarbonizzazione totale. Eni Joule supporta, dalla sua fondazione, circa 60 startup all'anno, possiede 16 collaborazioni attivate negli anni 2021-2022, e prevede circa 500 ore di formazione all'anno erogate da 70 *Expert Eni*. Il programma didattico di Eni Joule nasce dalla collaborazione di Eni con *Business School* di eccellenza, tra cui Luiss, Scuola Superiore Sant'Anna, e Università Federico II.

Per comprendere meglio l'approccio di Eni ai temi riguardanti la sostenibilità, bisogna prima conoscere la strategia, la *vision* e la *mission* del gruppo. Per quanto concerne la *mission* aziendale, Eni dichiara a tal proposito, "Siamo un'impresa dell'energia. Sosteniamo concretamente una transizione energetica socialmente equa, con l'obiettivo di preservare il nostro pianeta e promuovere l'accesso alle risorse energetiche in maniera efficiente e sostenibile per tutti. Fondiamo il nostro lavoro sulla passione e l'innovazione. Sulla forza e lo sviluppo delle nostre competenze. Sulle pari dignità delle persone, riconoscendo la diversità come risorsa fondamentale per lo sviluppo dell'umanità. Sulla responsabilità, integrità e trasparenza del nostro agire. Crediamo nella partnership di lungo termine con i Paesi e le comunità che ci ospitano per creare valore condiviso duraturo." (Eni for 2022. Just Transition, 2022). Questo enunciato evidenzia il *purpose* della società, espresso attraverso la missione di fornire energia sicura, sostenibile e accessibile per sostenere lo sviluppo economico e sociale, promuovendo contemporaneamente la tutela dell'ambiente e la riduzione delle emissioni di gas serra. Eni dimostra quindi, un'elevata

sensibilità ai temi della sostenibilità, non solo per quanto riguarda l'ambiente, ma anche per quanto riguarda i temi della dignità umana, della diversità, dell'innovazione e dell'equità. Il gruppo ha descritto i propri obiettivi di breve, medio, e lungo termine attraverso il suo Piano Strategico; a questo proposito si incontrano varie proposte da parte del gruppo:

- Il primo obiettivo, che ricopre un ruolo centrale nella missione di Eni, riguarda la totale neutralità carbonica entro il 2050. La società ha, infatti, avviato un percorso formato da un insieme di azioni di trasformazione industriale e di soluzioni *breakthrough*¹⁰ che porteranno alla totale decarbonizzazione dei prodotti e dei processi entro il 2050, al fine di limitare l'incremento della temperatura a 1,5°C rispetto all'epoca preindustriale.
- Entro il 2025 la società si propone di ridurre l'impronta carbonica netta Scope 1 e 2 del gruppo stesso del 65% rispetto al 2018: questo obiettivo è in linea con il target zero emissioni nette del 2030, e ciò potrà essere reso possibile aumentando le attività di esplorazione nei progetti integrati e sequenziali.
- Attraverso il segmento Eni Plenitude, il gruppo si propone di realizzare più di 7 GW di capacità installata entro il 2026; questo sarà funzionale alla riduzione delle emissioni Scope 3, grazie anche alla proposta di diverse soluzioni per rispondere all'esigenza di prodotti decarbonizzati.
- Nel 2023 si prevede di effettuare investimenti in conto capitale Capex per circa 9,5 miliardi di euro, quasi il 15% in più rispetto al piano precedente, con una spesa totale del 25% di tutti gli investimenti, destinata ad attività zero e *low carbon*.

Il gruppo Eni si propone, poi, di perseguire alcuni obiettivi specifici nel ramo economico-finanziario: in particolare il piano strategico 2023-2026 prevede una crescita del flusso di cassa operativo di oltre il 25% rispetto a quello del 2023, riportando un incremento di circa 5 miliardi di euro. Un altro indice di redditività di cui si prevede un forte aumento, è il ROACE¹¹, del quale il gruppo si aspetta, per il periodo 2023-2026, una media del 7% in

¹⁰ Si parla di soluzioni *breakthrough* per indicare tutte quelle soluzioni che non sono mai state adottate prima, quindi create attraverso processi innovativi e all'avanguardia.

¹¹ Il ROACE (Return On Average Capital Employed) è un indice di rendimento del capitale investito, calcolato come rapporto tra l'utile netto prima degli interessi di terzi azionisti aumentato dagli oneri finanziari netti correlati all'indebitamento finanziario netto, dedotto il relativo effetto fiscale, e il capitale investito netto medio. Fonte: borse.it

più rispetto al periodo 2010-2019. Il gruppo prevede poi, di ottenere un *leverage ante lease* compreso tra il 10% e il 20% nei 4 anni successivi al 2023. Tali aspettative sono state formulate sulla base di dati oggettivi: è infatti noto, che l'esercizio 2022 è stato chiuso dal gruppo con il bilancio più solido della sua storia. Già il terzo trimestre dell'anno preso in considerazione, si era chiuso con un aumento dell'utile netto *adjusted* del 161% rispetto all'anno precedente, e del 311% rispetto ai primi nove mesi del 2021. Un ulteriore indicatore che permette di comprendere meglio la crescita record di Eni è il suo EBIT *adjusted*, che, nei primi tre mesi del 2022, aveva già raggiunto una crescita del 132% rispetto allo stesso periodo del 2021, e, un incremento ancora maggiore, pari al 187% alla fine del terzo trimestre 2022, rispetto ai primi nove mesi dell'anno precedente.

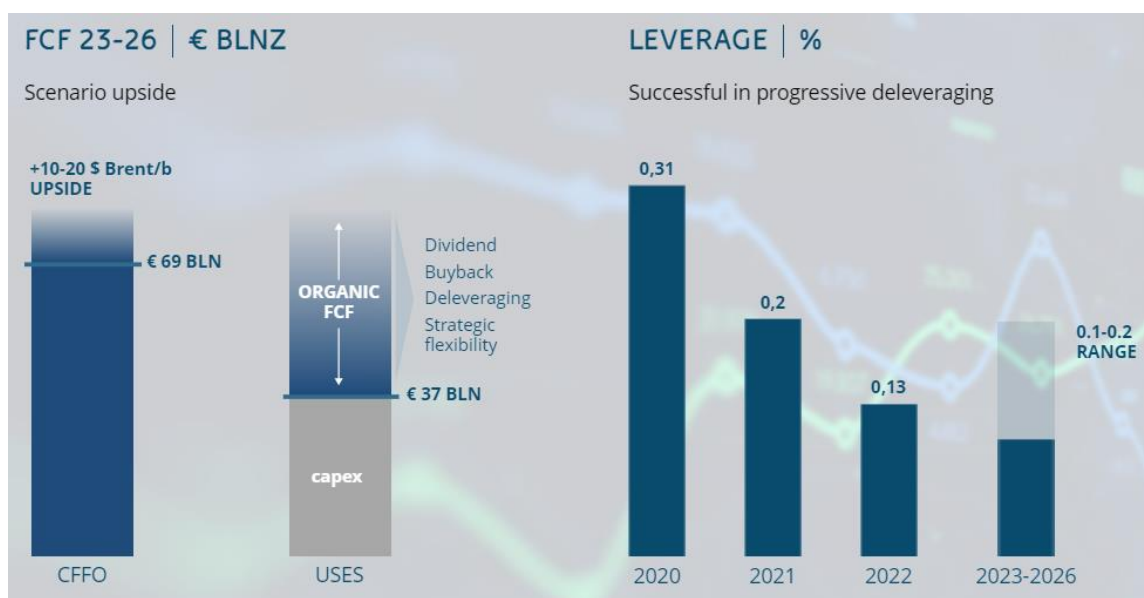


Figura 3.13. Financial strengths. Fonte: Eni.com - Piano Strategico

Le azioni pianificate da Eni, e i risultati ottenuti, consentirebbero una semplificazione e un potenziamento della politica di remunerazione degli azionisti. Tramite una combinazione di dividendi e acquisti di azioni proprie, Eni prevede di distribuire una percentuale del flusso di cassa operativo annuale atteso compresa tra il 25% e il 30% tra gli azionisti. In particolare, il gruppo prevede un aumento del 7% del dividendo annuo (pari a 0,94 €/azione) per il 2023 rispetto all'anno precedente. Il gruppo prevede poi, un programma di riacquisto di azioni proprie compreso tra € 2,2 miliardi e € 3,5 miliardi, con ulteriore destinazione del 35% del flusso di cassa operativo incrementale al programma stesso in presenza di *upside*, e modulazione dei Capex e flessibilità temporale in caso di *downside*.

3.6 L'approccio alla sostenibilità di Eni

L'approccio di Eni alla sostenibilità prevede un elemento chiave che accompagna il gruppo nelle sue azioni e ne influenza le decisioni: la *Just Transition*, descritta come “la principale sfida del settore energetico, attraverso il bilanciamento della necessità di garantire l'accesso universale all'energia a una crescente popolazione, e l'urgenza di fronteggiare il cambiamento climatico, agendo sin da subito su tutte le leve disponibili, e accelerando il processo di transizione verso un mix sostenibile che sia allo stesso tempo socialmente equo” (Eni – Relazione finanziaria consolidata 2022, 2022). La transizione energetica, per Eni, ha bisogno di un importante sviluppo tecnologico, di una robusta capacità industriale, e di una forte componente innovativa. A questo proposito si parla di “trilemma energetico”, una sfida che unisce la sostenibilità e l'esigenza di garantire accessibilità energetica equamente e in modo sicuro. In un periodo storico turbolento come quello contemporaneo, caratterizzato dalla recente pandemia di COVID-19, e dal conflitto Russo-Ucraino, Eni si è mossa rapidamente per stipulare degli accordi con i suoi partner storici, con lo scopo di diversificare le forniture di gas per tutta l'Europa, mantenendo comunque costanti i suoi obiettivi, primo tra tutti quello della neutralità carbonica al 2050. Il gruppo ha, inoltre, progettato di sostituire più del 50% dei 20 miliardi di metri cubi di gas storicamente forniti dalla Russia: questo consentirà all'Italia di riempire gli stoccaggi gas superando il target dell'80%. I temi del trilemma energetico non riguardano solo l'Italia, ma soprattutto i Paesi ancora in via di sviluppo: a questo proposito, Eni ha consolidato i propri rapporti con tali Paesi, in particolare in Africa: a questa il gruppo ha destinato il 90% del gas prodotto, per garantire un accesso sicuro all'energia in favore delle comunità locali.

Il modello di business di Eni evidenzia gli impegni assunti dal gruppo stesso per quanto riguarda gli aspetti concernenti la sostenibilità. Il funzionamento di tale modello si basa su un utilizzo ottimale delle risorse e sull'attuazione di una strategia in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs). La strategia di sostenibilità del gruppo si basa su tre punti principali, che a loro volta si dividono in sottocategorie. Le macrocategorie in questione sono: I) Neutralità carbonica al 2050; II) Eccellenza Operativa; III) Alleanze per lo sviluppo. Tali categorie sono poi affiancate da ulteriori temi,

che Eni definisce “trasversali”, tra cui quello dell’innovazione tecnologica, e quello della ricerca e dello sviluppo, che rappresentano una leva strategica per trasformare il business.

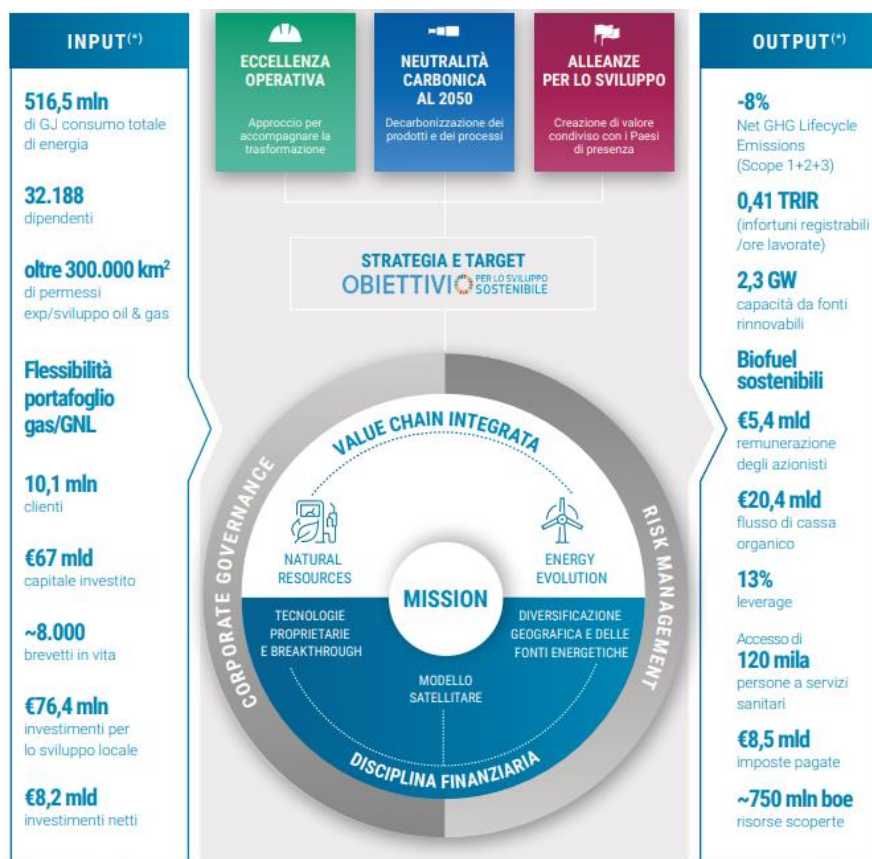


Figura 3.14. Creazione di valore per tutti gli stakeholders. Fonte: Eni.com - Eni for 2022

Il primo punto cardine della strategia di sostenibilità di Eni è quello della neutralità carbonica al 2050, avente lo scopo di limitare l’aumento della temperatura a 1,5°C rispetto all’epoca preindustriale. Per raggiungere questo obiettivo, la società prevede l’applicazione di alcune leve, come l’elettrificazione degli usi finali, la diffusione di energie rinnovabili, e l’uso di combustibili zero carbon e del Carbon Capture Storage¹². Il raggiungimento della neutralità carbonica è poi affiancato dalla previsione di domanda energetica globale del 2050: si ipotizza infatti, che tale domanda subirà un decremento del 15% rispetto al 2021, nonostante l’economia sia continuamente in crescita e la popolazione globale continui ad aumentare. Tuttavia, sembra che i dati contemporanei mettano in discussione tale ipotesi: nel 2022 sono aumentate, infatti, le emissioni globali di CO₂,

¹² Il Carbon Capture Storage è una tecnologia utilizzata da Eni finalizzata alla produzione di “idrogeno blu”, resa possibile grazie alla cattura e allo stoccaggio dell’anidride carbonica. Fonte: greenpeace.org

raggiungendo un nuovo massimo. In questo contesto, è noto che il carbone sia il principale responsabile di tale aumento, precisamente per oltre il 70% delle emissioni totali. La strategia di Eni per ridurre tali emissioni è affidata a due direzioni generali del gruppo: *Energy Evolution* e *Natural Resources*. La prima direzione si occupa della distribuzione delle attività bio, delle energie rinnovabili e dei processi di economia circolare, mentre la seconda è attiva nei processi di decarbonizzazione, nell'ottimizzazione del portafoglio *Upstream*, e nei progetti di bioraffinazione e stoccaggio dell'anidride carbonica. Nell'ambito della decarbonizzazione totale, un ruolo importante è quello assegnato al segmento Plenitude, che ha già raggiunto l'obiettivo di 2GW di capacità installata al 2022, e dispone di molti vantaggi per raggiungere il target di 60GW al 2050. Plenitude controlla, inoltre, uno dei maggiori network di infrastrutture di ricarica per veicoli elettrici con oltre 13.000 punti distribuiti su tutto il territorio nazionale, con l'obiettivo di arrivare a 160.000 unità entro il 2050. L'obiettivo della neutralità carbonica ha comunque bisogno di una forte collaborazione tra le istituzioni: in questo contesto, Eni ha stipulato delle alleanze strategiche con alcune tra le più importanti istituzioni nel settore energetico, tra cui IRENA, l'Agenzia Internazionale per le Energie Rinnovabili: l'alleanza in questione sta sviluppando delle tecniche per accelerare il processo di decarbonizzazione dei settori industriali, responsabili di oltre il 30% delle emissioni globali.

Il secondo punto cardine della strategia di Eni riguarda l'eccellenza operativa, descritta come “Un impegno continuo per la valorizzazione delle persone attraverso il consolidamento e l'evoluzione delle competenze e la valorizzazione delle diversità, per la salvaguardia della loro salute e sicurezza, nonché per l'integrità degli asset” (Eni for 2022 – Just Transition, 2022). L'eccellenza operativa si declina in una serie di temi e di sottocategorie, tra questi vi sono: “Ognuno di noi”, “Sicurezza e Salute delle persone”, “Ambiente”, “Diritti umani”, “Trasparenza, Lotta alla Corruzione e Strategia Fiscale”, “Clienti e Fornitori”.

Eni attribuisce una particolare rilevanza alle Persone. In questo contesto si rilevano alcuni particolari obiettivi del gruppo riguardanti le tematiche più sensibili. Per prima cosa, il gruppo vuole raggiungere un *turnover* del personale femminile almeno pari a 1, poi, nell'ambito della formazione e dello sviluppo dei dipendenti, il gruppo prevede di formare 16.000 dipendenti sul tema “Zero Tollerance: violenza e molestie sul lavoro” e 5.000 sul

corso “Anti-Corruzione specialistico”. Eni si impegna anche a favore della diversità e dell’inclusione: ha infatti già incrementato la sua “popolazione” femminile di 0,6 punti percentuali rispetto al 2021, e la sua “popolazione” di under 30 di 0,7 punti percentuali rispetto allo stesso periodo. Per quanto riguarda la gestione di tutto il personale aziendale, la società ha creato un nuovo modello di sviluppo, intitolato “*People Journey*”, grazie al quale la società potrà valorizzare il personale durante tutto il percorso aziendale.

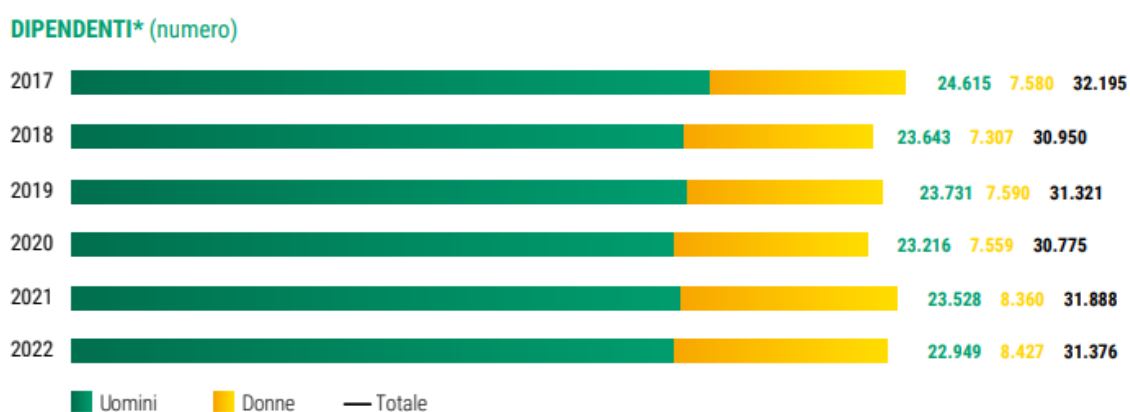


Figura 3.15. Eni. Inclusività e Diversità. Fonte: Eni for 2022.com

Il gruppo mostra anche un’importante presenza internazionale nei ruoli di responsabilità: nel 2022 circa il 20% dei dipendenti che occupano posizioni di responsabilità non sono italiani, e, nell’ambito delle attività *upstream*, solo il 50% della forza lavoro conta persone di nazionalità italiana. Il rispetto dei temi riguardanti l’inclusività e la diversità non si ferma solo a queste tematiche: una grande rilevanza è stata attribuita dalla società al *cluster* relativo all’età, con lo scopo di consapevolizzare le persone sugli stereotipi riguardanti i giovani neoassunti e i veterani della società. Eni è poi attenta al tema delle disabilità, per il quale ha creato un canale di ascolto, di supporto, e di orientamento per i dipendenti con disabilità e per i familiari di persone con disabilità. Un ultimo tema affrontato da Eni nell’ambito della diversità è quello dell’orientamento sessuale e dell’identità di genere: a questo proposito, il gruppo ha diffuso un vero e proprio *mindset* inclusivo attraverso azioni di ingaggio, sensibilizzazione, e comunicazione per tutti i dipendenti; Eni è stato poi sponsor del MIX festival, e ha partecipato alla Tavola Rotonda LGBTQI+, coinvolgendo le maggiori aziende del settore energetico, per condividere le migliori pratiche di inclusione per il percorso di transizione energetica. Sempre sulle persone, Eni ha sviluppato una serie di programmi per quanto riguarda la sicurezza sul lavoro: il modello

si basa su un'attività di ricerca e sviluppo, con l'obiettivo di monitorare e azzerare nel tempo gli incidenti, attraverso una serie di iniziative per rafforzare il coinvolgimento di dipendenti in ambito HSE¹³, ma anche grazie ad attività volte al miglioramento dei luoghi di lavoro in termini di sicurezza, e di aggiornamento di documenti gestionali e operativi. La salute delle persone, per Eni, è un diritto umano fondamentale, proprio per questo, per il gruppo è necessario tutelare il benessere psico-fisico e sociale dei propri dipendenti, attraverso attività di medicina del lavoro, servizi di assistenza sanitaria, e attività di prevenzione e diagnosi, tutte finanziate dalla società stessa.

Tutti i temi appena trattati si collegano ad una questione ancora più centrale per il gruppo: quella dei diritti umani. “La promozione e la tutela dei diritti umani sono impressi nella storia di Eni, un DNA ereditato dalla lungimirante visione di Enrico Mattei, che volle affiancare alle strategie industriali ed operative un elemento distintivo e fondamentale: il rispetto dei popoli e l'integrazione con le comunità direttamente coinvolte nelle attività di Eni” (Rapisarda, 2022). L'approccio di Eni al tema dei diritti umani si basa su una responsabilità condivisa per gestire i processi riguardanti la gestione dei rischi, per definire le proprie responsabilità sulla contribuzione al benessere delle persone, e per rafforzare la *due diligence*.

L'ultimo punto cardine della strategia del gruppo riguarda le alleanze per lo sviluppo sostenibile: queste contribuiscono a creare valore per gli *stakeholders* e sostengono la strategia di Eni verso una transizione equa e giusta. I progressi del gruppo in questo ambito sono molteplici: grazie ai progetti sostenuti dalla società, circa 64.000 studenti hanno accesso a scuole sicure costruite da Eni stessa, circa 72.000 persone hanno ora accesso ad acqua potabile, e circa 120.000 persone possono ora accedere a servizi sanitari migliorati. In questo contesto, il gruppo ha creato numerose collaborazioni con istituzioni, agenzie di cooperazione, e *stakeholders*, che permettono un approccio utile per individuare gli interventi necessari per soddisfare i bisogni delle comunità e migliorarne lo sviluppo.

Eni ha adottato la Tassonomia europea, contribuendo al conseguimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs), integrando gli stessi all'interno dei suoi processi di *governance*, del suo modello di business, degli strumenti finanziari e delle

¹³ HSE: acronimo di “*Health, Safety & Environment*”, è un'area operativa che si occupa della gestione della salute, della sicurezza e dell'ambiente di lavoro all'interno dell'ecosistema aziendale.

attività formative. La società partecipa, poi, ad iniziative internazionali di sostenibilità, e promuove lo sviluppo della finanza sostenibile: proprio nell’ambito di quest’ultimo, Eni ha emesso degli strumenti finanziari *Sustainability-Linked*, che contribuiscono al raggiungimento dei target di sostenibilità predeterminati, e supportano il raggiungimento totale degli SDG 7 “Assicurare a tutti l’accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni” e degli SDG 13 “Adottare misure urgenti per combattere i cambiamenti climatici e le loro conseguenze”.











NEUTRALITÀ CARBONICA AL 2050	CONTRASTO AL CAMBIAMENTO CLIMATICO		Eni ha definito un piano di medio-lungo termine volto a cogliere appieno le opportunità offerte dalla transizione energetica e ridurre progressivamente l'impronta carbonica delle proprie attività impegnandosi a raggiungere la totale decarbonizzazione di tutti i prodotti e processi entro il 2050. SDG: 7 9 12 13 15 17
ECCELLENZA OPERATIVA	PERSONE		Eni si impegna a sostenere il percorso di "Just Transition" attraverso il consolidamento e l'evoluzione delle competenze, valorizzando ogni dimensione (professionale e non) delle proprie persone e riconoscendo i valori della diversità e promuovendone l'inclusione di tutte le diversità. SDG: 3 4 5 8 10
	SALUTE		Eni considera la tutela della salute delle proprie persone, lavoratori, famiglie e comunità, nei Paesi in cui opera, un requisito e diritto umano fondamentale e ne promuove il benessere psico-fisico e sociale ponendolo al centro dei propri modelli operativi. SDG: 2 3 6 8
	SICUREZZA		Eni ritiene che la sicurezza sul lavoro sia un valore essenziale condiviso da dipendenti, appaltatori e stakeholder locali per prevenire gli incidenti e proteggere l'integrità degli asset. SDG: 3 8 9 11 14
	RISPETTO PER L'AMBIENTE		Eni promuove la tutela dell'ambiente e della biodiversità e la gestione efficiente delle risorse con azioni volte al miglioramento dell'efficienza energetica e alla transizione verso un'economia circolare, identificando potenziali impatti e azioni di mitigazione. SDG: 3 6 9 11 12 14 15
	DIRITTI UMANI		Eni si impegna a rispettare i Diritti Umani (DU) nell'ambito delle proprie attività e a promuoverne il rispetto presso i propri partner e stakeholder. Tale impegno si fonda sulla dignità di ogni essere umano e sulla responsabilità delle imprese di contribuire al benessere degli individui e delle comunità locali. SDG: 1 2 3 8 10 16
	FORNITORI		Eni si impegna a sviluppare la propria supply chain in chiave sostenibile, coinvolgendo e supportando le imprese con strumenti concreti per facilitare il percorso di crescita e miglioramento sulle dimensioni ESG. SDG: 3 5 7 8 9 10 12 13 16 17
	TRASPARENZA, LOTTA ALLA CORRUZIONE E STRATEGIA FISCALE		Eni svolge le proprie attività di business con lealtà, correttezza, trasparenza, onestà, integrità e nel rispetto delle leggi. SDG: 16 17
ALLEANZE PER LO SVILUPPO	MODELLO DI COOPERAZIONE		Le alleanze per lo sviluppo rappresentano l'impegno di Eni per una transizione equa con un ampio portafoglio di iniziative a favore delle comunità. SDG: 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 13 15 17
TEMI TRASVERSALI	INNOVAZIONE TECNOLOGICA		Per Eni la ricerca, lo sviluppo, l'implementazione rapida di nuove tecnologie rappresentano un'importante leva strategica per la trasformazione del business. SDG: 7 9 12 13 16

Figura 3.16. L'impegno di Eni per gli SDGs. Fonte: Eni for 2022 - Just transition

3.7 Riclassificazione dei prospetti contabili di Eni

Di seguito sono stati riportati i prospetti contabili del gruppo Eni dell'esercizio 2022, insieme alle conseguenti riclassificazioni, eseguite in base alle esigenze dello studio. I dati sono riportati in milioni di euro.

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO	2022	2021
Ricavi		
Ricavi della gestione caratteristica	132.265	76.575
Altri ricavi e proventi	1.175	1.196
Totale Ricavi	133.440	77.771
Costi		
Acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi	102.282	55.549
Riprese di valore (svalutazioni) nette di crediti commerciali e altri crediti	-47	279
Costo lavoro	3.015	2.888
Altri proventi (oneri) operativi	1.736	-903
Ammortamenti	7.205	7.063
Riprese di valore (svalutazioni) nette di attività materiali, immateriali e diritto di utilizzo di beni	1.140	167
Radiazioni	599	387
Totale Costi	115.930	65.430
Risultato Operativo	17.510	12.341
Proventi finanziari		
Proventi finanziari	8.450	3.723
Oneri finanziari	-9.333	-4.216
Proventi (oneri) netti su attività finanziarie valutate al fair value con effetti a conto economico	-55	11
Strumenti finanziari derivati	13	-306
Totale Proventi finanziari	-925	-788
Effetto valutazione con il metodo del patrimonio netto	1.841	-1.091
Altri proventi (oneri) su partecipazioni	3.623	223
Risultato prima delle imposte	22.049	10.685
Imposte sul reddito	8.088	4.845
Risultato netto dell'esercizio (Gruppo e Terzi)	13.961	5.840

Figura 3.17. Conto economico consolidato del gruppo Eni. Fonte: Eni.com, elaborazione propria.

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO	2022	2021		2022	2021
Attività non correnti			Patrimonio netto		
Immobili, impianti e macchinari	56.332	56.299	Capitale sociale	4.005	4.005
Diritto di utilizzo beni in leasing	4.446	4.821	Utili relativi a esercizi precedenti	23.455	22.750
Attività immateriali	5.525	4.799	Riserve per differenze cambio da conversione	7.586	6.530
Rimanenze immobilizzate - scorte d'obbligo	1.786	1.053	Altre riserve e strumenti rappresentativi di capitale	8.763	6.289
Partecipazioni valutate con il metodo del PN	12.092	5.887	Azioni proprie	-2.937	-958
Altre partecipazioni	1.202	1.294	Utile (perdita) netto	13.887	5.821
Altre attività finanziarie	1.967	1.885	Interessenze di terzi	471	82
Attività per imposte anticipate	4.569	2.713	Totale patrimonio netto	55.230	44.519
Attività per imposte sul reddito	114	108			
Altre attività non correnti	2.271	1.029	Passività non correnti		
Totale attività non correnti	90.304	79.888	Passività finanziarie a lungo termine	19.374	23.714
			Passività per beni in leasing a lungo termine	4.067	4.389
Attività correnti			Fondi per rischi e oneri	15.267	13.593
Disponibilità liquide ed equivalenti	10.155	8.254	Fondi per benefici ai dipendenti	786	819
Attività finanziarie valutate al fair value con effetti a CE	8.251	6.301	Passività per imposte differite	5.094	4.835
Altre attività finanziarie	1.504	4.308	Passività per imposte sul reddito	253	374
Crediti commerciali e altri crediti	20.840	18.850	Altre passività non correnti	3.270	2.246
Rimanenze	7.709	6.072	Totale passività non correnti	48.111	49.970
Attività per imposte sul reddito	317	195			
Altre attività correnti	12.823	13.634	Passività correnti		
Totale attività correnti	61.599	57.614	Passività finanziarie a breve termine	4.446	2.299
			Quote a breve di passività finanziarie	3.097	1.781
Attività destinate alla vendita	264	263	Quota a breve di passività per beni in leasing	884	948
Totale attività	152.167	137.765	Debiti commerciali e altri debiti	25.710	21.720
			Passività per imposte sul reddito	2.108	648
			Atre passività correnti	12.473	15.756
			Totale passività correnti	48.718	43.152
			Passività classificate come possedute per la vendita	108	124
			Totale passività	96.937	93.246
Totale Attività	152.167	137.765	Totale Passività e Patrimonio netto	152.167	137.765

Figura 3.18. Stato patrimoniale consolidato del gruppo Eni. Fonte: Eni.com, elaborazione propria

I prospetti contabili del gruppo mostrano come il 2022 sia stato un anno di grande crescita, nonostante la sua volatilità. Tali risultati sono stati sicuramente influenzati dalla ripresa dello scenario dei prezzi delle *commodity* energetiche: il prezzo del gas naturale, in particolare, ha registrato una volatilità non indifferente durante l'anno, dovuta all'impatto del conflitto Russo-Ucraino iniziato alla fine di febbraio 2022. Analizzando i risultati si nota che i ricavi di gruppo, che nel 2021 ammontavano a 77.771 milioni di euro, sono pari, a 133.440 milioni di euro al 31 dicembre 2022, con una crescita, quindi, del 71,6% rispetto all'anno precedente: tale crescita è giustificabile attraverso l'andamento favorevole del mercato di riferimento, l'aumento dei prezzi spot del gas in Italia e in Europa, e il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro. Proprio a causa degli avvenimenti appena citati, anche i costi hanno subito una crescita, pari al 77,1%. Ai motivi principali di tale crescita si aggiungono l'effetto dell'aumento del costo degli idrocarburi approvvigionati, e l'aumento del costo del lavoro. Per quanto riguarda il capitale investito, il gruppo presenta un capitale immobilizzato di 90.304 milioni di euro, in aumento del 13% rispetto al 2021, giustificabile attraverso l'effetto positivo delle differenze cambio, e dell'avvio di un investimento riguardante un'unità galleggiante di produzione, stoccaggio e scarico in

Messico. Rilevante è, inoltre, l'indebitamento finanziario netto del gruppo, che è pari a 11.977 milioni di euro al 31 dicembre 2022, con un decremento del 16,3% rispetto all'anno precedente, che determina un *leverage*¹⁴ pari a 0,22, con l'inclusione dell'impatto dell'applicazione dell'IFRS 16.

Al fine di comprendere la situazione del gruppo, attraverso l'interpretazione di indicatori più complessi, sono state effettuate le opportune riclassificazioni dei prospetti contabili e il calcolo dei vari indici.

STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO CONSOLIDATO	2022	2021		2022	2021
Attivo Fisso	90.304	79.888	Mezzi Propri	55.230	44.519
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	58.118	57.352	<i>Patrimonio netto</i>	55.230	44.519
Immobili, impianti e macchinari	56.332	56.299	Capitale sociale	4.005	4.005
Rimanenze immobilizzate - scorte d'obbligo	1.786	1.053	Utili relativi a esercizi precedenti	23.455	22.750
			Riserve per differenze cambio da conversione	7.586	6.530
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	14.654	12.441	Altre riserve e strumenti rappresentativi di capitale	8.763	6.289
Attività immateriali	5.525	4.799	Azioni proprie	-2.937	-958
Diritto di utilizzo beni in leasing	4.446	4.821	Utile (perdita) netto	13.887	5.821
Attività per imposte anticipate	4.569	2.713	Interessenze di terzi	471	82
Attività per imposte sul reddito	114	108			
			Capitale di terzi	96.937	93.246
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	15.261	9.066	<i>Passività Consolidate</i>	48.111	49.970
Partecipazioni valutate con il metodo del PN	12.092	5.887	Passività finanziarie a lungo termine	19.374	23.714
Altre partecipazioni	1.202	1.294	Passività per beni in leasing a lungo termine	4.067	4.389
Altre attività finanziarie	1.967	1.885	Fondi per rischi e oneri	15.267	13.593
			Fondi per benefici ai dipendenti	786	819
Altre attività non correnti	2.271	1.029	Passività per imposte differite	5.094	4.835
			Passività per imposte sul reddito	253	374
Attivo corrente	61.863	57.877	Altre passività non correnti	3.270	2.246
<i>Disponibilità di magazzino</i>	7.709	6.072			
Rimanenze	7.709	6.072	<i>Passività correnti</i>	48.826	43.276
			Passività finanziarie a breve termine	4.446	2.299
<i>Liquidità differite</i>	43.999	43.551	Quote a breve di passività finanziarie	3.097	1.781
Attività finanziarie valutate al fair value con effetti a CE	8.251	6.301	Quota a breve di passività per beni in leasing	884	948
Altre attività finanziarie	1.504	4.308	Debiti commerciali e altri debiti	25.710	21.720
Crediti commerciali e altri crediti	20.840	18.850	Passività per imposte sul reddito	2.108	648
Attività per imposte sul reddito	317	195	Altre passività correnti	12.473	15.756
Altre attività correnti	12.823	13.634	Passività classificate come possedute per la vendita	108	124
Attività destinate alla vendita	264	263			
<i>Disponibilità liquide</i>	10.155	8.254			
Disponibilità liquide ed equivalenti	10.155	8.254			
Totale attività	152.167	137.765	Totale Passività	152.167	137.765

Figura 3.19. Stato patrimoniale finanziario consolidato del gruppo Eni. Fonte: Elaborazione propria

¹⁴ Il *leverage* è il rapporto tra l'indebitamento finanziario netto e il patrimonio netto della società.

STATO PATRIMONIALE ECONOMICO-FUNZIONALE	2022	2021		2022	2021
Investimenti operativi	116.996	109.836	Mezzi Propri	55.230	44.519
Immobili, impianti e macchinari	56.332	56.299	<i>Patrimonio netto</i>	55.230	44.519
Diritto di utilizzo beni in leasing	4.446	4.821	Capitale sociale	4.005	4.005
Attività immateriali	5.525	4.799	Utili relativi a esercizi precedenti	23.455	22.750
Rimanenze immobilizzate - scorte d'obbligo	1.786	1.053	Riserve per differenze cambio da conversione	7.586	6.530
Attività per imposte anticipate	4.569	2.713	Altre riserve e strumenti rappresentativi di capitale	8.763	6.289
Attività per imposte sul reddito	114	108	Azioni proprie	-2.937	-958
Altre attività non correnti	2.271	1.029	Utile (perdita) netto	13.887	5.821
Crediti commerciali e altri crediti	20.840	18.850	Interessenze di terzi	471	82
Rimanenze	7.709	6.072			
Attività per imposte sul reddito	317	195	Debiti finanziari	43.068	42.335
Altre attività correnti	12.823	13.634	Passività finanziarie a lungo termine	19.374	23.714
Attività destinate alla vendita	264	263	Fondi per rischi e oneri	15.267	13.593
			Passività finanziarie a breve termine	4.446	2.299
Debiti Commerciali (-)	53.869	50.911	Quote a breve di passività finanziarie	3.097	1.781
Passività per beni in leasing a lungo termine	4.067	4.389	Quota a breve di passività per beni in leasing	884	948
Fondi per benefici ai dipendenti	786	819			
Passività per imposte differite	5.094	4.835			
Passività per imposte sul reddito	253	374			
Altre passività non correnti	3.270	2.246			
Debiti commerciali e altri debiti	25.710	21.720			
Passività per imposte sul reddito	2.108	648			
Altre passività correnti	12.473	15.756			
Passività classificate come possedute per la vendita	108	124			
Investimenti operativi netti	63.127	58.925			
Investimenti extra-operativi	25.016	19.675			
Partecipazioni valutate con il metodo del PN	12.092	5.887			
Altre partecipazioni	1.202	1.294			
Altre attività finanziarie	1.967	1.885			
Attività finanziarie valutate al fair value con effetti a CE	8.251	6.301			
Altre attività finanziarie	1.504	4.308			
Disponibilità liquide	10.155	8.254			
Disponibilità liquide ed equivalenti	10.155	8.254			
Totale Attività	152.167	137.765	Totale Passività	152.167	137.765

Figura 3.20. Stato patrimoniale economico-funzionale consolidato del gruppo Eni. Fonte: Elaborazione propria

CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO	2022	2021
Valore della produzione	133.440	77.771
Ricavi della gestione caratteristica	132.265	76.575
Altri ricavi e proventi	1.175	1.196
Consumi di materie e altri fattori produttivi	104.617	55.033
Acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi	102.282	55.549
Altri proventi (oneri) operativi	1.736	-903
Radiazioni	599	387
Valore aggiunto	28.823	22.738
Costo lavoro	3.015	2.888
EBITDA	25.808	19.850
Ammortamenti	7.205	7.063
Riprese di valore (svalutazioni) nette di crediti commerciali e altri crediti	-47	279
Riprese di valore (svalutazioni) nette di attività materiali, immateriali e diritto di utilizzo di beni	1.140	167
EBIT (Reddito Operativo Caratteristico)	17.510	12.341
Proventi finanziari	8.450	3.723
Proventi (oneri) netti su attività finanziarie valutate al fair value con effetti a conto economico	-55	11
Strumenti finanziari derivati	13	-306
Effetto valutazione con il metodo del patrimonio netto	1.841	-1.091
Altri proventi (oneri) su partecipazioni	3.623	223
EBIT (Reddito Operativo Globale)	31.382	14.901
Oneri finanziari	-9.333	-4.216
Risultato Ordinario	22.049	10.685
Imposte sul reddito	8.088	4.845
Risultato netto d'esercizio	13.961	5.840

Figura 3.21. Conto economico a valore aggiunto del gruppo Eni. Fonte: Elaborazione propria

Con l'aiuto delle riclassificazioni è possibile mettere in evidenza i primi indicatori, tra cui il Margine Operativo Lordo (EBITDA), pari a 25.808 milioni di euro nel 2022, il Reddito Operativo Caratteristico (EBIT), pari a 17.510 milioni di euro, cresciuto del 41,8% rispetto all'anno precedente. Ciò che rileva di più è, però, l'utile netto d'esercizio, più che raddoppiato rispetto all'anno precedente: esso ha infatti subito una crescita del 139% nel 2022 rispetto al 2021. Grazie alle riclassificazioni, si possono svolgere poi, le analisi di tipo patrimoniale, finanziario, e reddituale, di seguito riportate.

3.8 L'analisi per indici di Eni

La situazione del gruppo per quanto riguarda l'aspetto patrimoniale, quello finanziario e quello reddituale è così descritta:

Indici di struttura - Analisi patrimoniale	2022	2021
Margine Primario di struttura = $PN - AF$	-35.074	-35.369
Margine Secondario di struttura = $(PN + PC) - AF$	13.037	14.601
Quoziente Primario di struttura = PN/AF	0,612	0,557
Quoziente secondario di struttura = $(PN + PC)/AF$	1,144	1,183

Figura 3.22. Analisi di solidità. Fonte: Elaborazione propria

L'analisi patrimoniale esprime la situazione del gruppo per quanto riguarda la solidità della società stessa. Tale analisi, nel caso concreto, esprime una situazione di solidità particolare: Eni non risulta possedere una quantità sufficiente di mezzi propri per finanziare il capitale immobilizzato, tuttavia risulta, comunque, che possieda una quantità sufficiente di passività a medio-lungo termine per farlo. Questo aspetto risulta dal margine primario di struttura, visibilmente negativo, e dal quoziente primario di struttura inferiore a 1. Nonostante questo, è però possibile notare un margine secondario di struttura positivo, insieme ad un quoziente secondario di struttura maggiore di 1. La situazione al 2022 comunque, non appare molto distante da quella dell'anno precedente, che mostrava una solidità maggiore nell'ambito delle passività a medio lungo termine, ma minore nell'aspetto concernente il patrimonio netto.

Indici di liquidità - Analisi finanziaria	2022	2021
Quoziente di disponibilità = ACR/PCR	1,267	1,337
Capitale Circolante Netto = $ACR - PCR$	13.037	14.601
Margine Primario di tesoreria = $LI - PCR$	-38.671	-35.022
Margine Secondario di tesoreria = $(LI + LF) - PCR$	5.328	8.529
Quoziente Primario di tesoreria = LI/PCR	0,208	0,191
Quoziente Secondario di tesoreria = $(LI + LF)/PCR$	1,109	1,197

Figura 3.23. Analisi di liquidità. Fonte: Elaborazione propria

L'analisi finanziaria descrive la capacità della società di fronteggiare le uscite di breve termine attraverso le entrate di breve termine. In questo contesto, si può notare come Eni sia in equilibrio finanziario generale: il quoziente di disponibilità, che rapporta le attività correnti con le passività correnti, è infatti maggiore di 1. Gli indici di tesoreria descrivono poi, una più dettagliata situazione sotto molteplici punti di vista. Il margine primario di tesoreria e il quoziente primario di tesoreria mostrano come Eni non riesca a coprire i suoi debiti di breve termine con le sue disponibilità liquide: gli indicatori appena citati sono infatti rispettivamente pari a -38.671 e 0,208, quando questi dovrebbero essere almeno positivi, e maggiori di 1 (quest'ultimo requisito è fondamentale per il quoziente primario

di tesoreria). Nonostante questo, però, la società riesce a fronteggiare le sue uscite di breve termine con l'aiuto delle liquidità differite¹⁵, come si evince dal margine secondario di tesoreria e dal quoziente secondario di tesoreria.

Indicatori Redditali - Analisi reddituale	2022	2021
ROE = <i>Reddito netto/Patrimonio netto</i>	25,28%	13,12%
ROI = <i>Reddito operativo/Capitale investito</i>	12,79%	9,59%
ROD = <i>Oneri finanziari/Capitale di terzi</i>	9,63%	4,52%
ROA = <i>EBIT/CIN</i>	12,79%	9,59%

Figura 3.24. Analisi reddituale. Fonte: Elaborazione propria

Nell'analisi reddituale sono presenti tutti gli indicatori che esprimono la capacità della società di generare risultati economici positivi. Gli indici che vengono analizzati in questo tipo di analisi sono il ROE, il ROI, il ROD, e il ROA, ciascuno con un significato proprio. Partendo dal ROE, si può notare come questo abbia subito una crescita di 12,16 punti percentuali, dovuta ad un'importante crescita del risultato netto d'esercizio, che ha creato una grande differenza tra la situazione economica della società tra il 2022 e il 2021. Il ROI, che esprime la redditività degli investimenti della società, è pari al 12,79%, e mostra un incremento di 3,2 punti percentuali, dovuto ad una crescita del reddito operativo maggiore rispetto a quella del capitale investito tra i due anni. Il ROD, che misura il costo dell'indebitamento dell'impresa, è anch'esso aumentato nel 2022: si nota infatti un incremento di 5,11 punti percentuali rispetto al 2021. L'ultimo indicatore che assume rilevanza nell'ambito di questa analisi è il ROA, che esprime la redditività degli investimenti totali, ed include gli investimenti extra operativi. Il ROA dell'impresa al 2022, allo stesso modo del ROI, mostra un incremento di 3,2 punti percentuali.

¹⁵ Le liquidità differite includono al loro interno tutti i crediti commerciali e finanziari esigibili nel breve termine, e tutte le altre attività di breve termine al di fuori del magazzino.

CONCLUSIONI

Nonostante in passato rendere il business conforme a comportamenti socialmente responsabili fosse considerato un obiettivo lontano, oggi sembra emergere un cambiamento di direzione. Questo cambiamento è il risultato di un mutamento nell'approccio adottato da alcune imprese nella gestione degli impatti sociali e ambientali delle loro attività. Tali imprese stanno ora elaborando una prospettiva più decisa nel rispondere alle richieste della comunità internazionale. Le strategie di sostenibilità delle due multinazionali prese in considerazione nello studio si basano su collaborazioni con diverse organizzazioni ed associazioni specializzate; inoltre, entrambe le aziende si stanno impegnando notevolmente per garantire il rispetto dei diritti umani e per contribuire al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile. L'approccio adottato da Eni ed Enel rappresenta un esempio tangibile di una tendenza più ampia tra le imprese, che stanno mettendo in atto strategie proattive per massimizzare il loro impatto positivo sulla società e sull'ambiente, riducendo al contempo gli impatti negativi. Nel caso di queste due multinazionali in particolare, le loro conoscenze tecniche e la loro esperienza nel settore energetico vengono utilizzate a vantaggio della comunità e dell'ambiente a lungo termine. Questo si traduce nell'accesso a fonti di energia pulita e sostenibile attraverso una serie di progetti di sviluppo e piani mirati alla riduzione delle emissioni di anidride carbonica.

L'obiettivo centrale di questa ricerca ha riguardato l'analisi dell'impatto della sostenibilità sulle prestazioni aziendali. Nel terzo capitolo sono state effettuate le riclassificazioni dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico ai fini dell'esecuzione dell'analisi di bilancio, facendo ampio uso degli strumenti introdotti nei primi due capitoli. Questo sforzo analitico ha permesso di concentrare l'attenzione sulla situazione patrimoniale, su quella finanziaria e sulla redditività dei Gruppi Enel ed Eni. Da quest'analisi è emerso che entrambe le aziende hanno dimostrato una notevole resilienza, mantenendo performance positive sia dal punto di vista economico-finanziario che in termini di sostenibilità. Questo è stato particolarmente evidente durante periodi complessi come quelli recenti, caratterizzati da una pandemia globale e da alcune tensioni geopolitiche.

Osservando il quadro aziendale in un contesto più ampio, è emerso un trend interessante: i principali indicatori di entrambe le aziende hanno registrato miglioramenti significativi rispetto agli anni precedenti. Questo è avvenuto in un periodo in cui le pratiche e le strategie

sostenibili stavano ancora consolidandosi. Un caso di rilievo è stato quello di Eni, che ha riportato uno dei bilanci più positivi della sua storia e sta progettando una crescita continua nel futuro.

In conclusione, sono stati evidenziati i punti di forza e di debolezza di due multinazionali importanti all'interno del settore energetico e il modo in cui le stesse riescano a generare valore condiviso per gli *stakeholders* e per il pianeta. Bisogna, però, tenere presente che il percorso connesso alla strada della transizione energetica e sostenibile è ancora molto lungo. Sebbene siano stati compiuti progressi significativi in questo campo, rimangono ancora alcune aree in cui è necessario continuare a lavorare e dedicare ulteriore tempo per valutare appieno i risultati concreti e per contribuire a mantenere l'equilibrio del pianeta sotto la soglia di irreversibilità.

LEGENDA

SP = Stato Patrimoniale

CE = Conto Economico

PN = Patrimonio Netto

PC = Passivo Consolidato

PCR = Passivo Corrente

AF = Attivo Fisso

ACR = Attivo Corrente

LI = Liquidità Immediate

LF = Liquidità Differite

RN = Reddito Netto

RO = Reddito Operativo

OF = Oneri Finanziari

CT = Capitale di Terzi

CIN = Capitale Investito Netto

BIBLIOGRAFIA

- Allegrini M., Ferramosca S. *Analisi di bilancio: la riclassificazione e l'interpretazione dello stato patrimoniale e del conto economico*. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.
- Bachiorri A., Balluchi F., Furlotti K. *La Responsabilità Sociale delle imprese: un percorso verso lo sviluppo sostenibile, Profili di governance e accountability*. Torino: Giappichelli, 2017.
- Baldini R. «Content marketing e Brand activism: il caso ENI Plenitude.» 66-68. 2022.
- Balluchi F. *La valutazione delle performance socio-ambientali*. Giappichelli Editore, 2013.
- Brown D. *ESG matters: how to save the planet, empower people and outperform the competition*. 2021.
- Brundland G.H. «Our common future - Call for action. Environmental conservation.» Web, 1987. 43.
- Caroll A. B. *Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct*. Business & society, 1999.
- Castronovo V. *L'industria italiana dall'Ottocento a oggi*. Mondadori Editore, 1980.
- Chiucchi M.S., Giuliani M. *Introduzione alla sostenibilità aziendale*. Torino: Giappichelli, 2022.
- Comunicazione della Commissione - Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*. 2019/C 209/01 (Commissione Europea, 20 giugno 2019).
- D.LGS 2016/254 - Informazioni di carattere non finanziario*. (Presidente della Repubblica, 30 dicembre 2016).
- Dell R. M., Rand D. A. J. *Energy Storage — a Key Technology for Global Energy Sustainability*. Journal of power sources, 2001.
- Enel. «Bilancio di Sostenibilità 2022.» 2022.

- Enel. «Chi siamo.» <https://www.enel.com/it/aboutus/chi-siamo>, 2023.
- Enel. «Piano Strategico Enel 2023-2025: Executive Summary.» 2023.
- Eni. «Chi Siamo - Storia del marchio.» s.d. <https://www.eni.com/it/-IT/chi-siamo/storia-del-marchio.html>.
- Eni. «Eni for 2022 - Just Transition.» 2022.
- Eni. «Eni Joule - Chi Siamo.» <https://www.eni.com/joule/it-IT/chi-siamo.html>, 2022.
- Eni. «Eni nel mondo.» <https://www.eni.com/it-IT/eni-nel-mondo.html>, 2023.
- European Commission. «Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth.» 2020. https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en.
- Freeman R. E. *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press, 1984.
- Hockerts K., Searcy C. *How to Sharpen Our Discourse on Corporate Sustainability and Business Ethics—A View from the Section Editors*. Web, 2023.
- Kluczek A. *An Energy-Led Sustainability Assessment of Production Systems – An Approach for Improving Energy Efficiency Performance*. International journal of production economics, 2019.
- Lorenzoni A. «La sostenibilità come indirizzo agli investimenti nel settore dell'energia.» 213-222. Il Mulino, 2011.
- Marucci M., Inapp. *Finanza sostenibile e tassonomia europea: Una spinta verso l'economia verde*. 2022.
- Perrino A. «Eni: parte Joule, la scuola per l'impresa.» *affaritaliani.it*, maggio 2020.
- Pollio N. «La Comunicazione Sulla Sostenibilità Del Gruppo Enel. Analisi giuridica dell'economia: studi e discussioni sul diritto dell'impresa.» 385-399. Web, 2022.

- Porter M. E., Kramer M. R. *Strategy and society: The Link Between Competitive Advantage and Social Responsibility*. Harvard Business Review, 2006.
- Regolamento (UE)*. 2021/2178 (Parlamento europeo e Consiglio, 6 luglio 2021).
- Regolamento (UE) Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*. 2019/2088 (Parlamento europeo e del Consiglio, 27 novembre 2019).
- Regolamento (UE) Investimenti sostenibili*. 2020/852 (Parlamento europeo e del Consiglio, 18 giugno 2020).
- Scheyvens R., Banks G., Hughes E. *The private sector and the SDGs: The need to move beyond 'business as usual'*. Sustainable Development, 2016.
- Teodori C. *Analisi di bilancio: finalità, caratteristiche, interpretazione*. Torino: Giappichelli, 2022.
- United Nations Development Programme. *The SDGs in action*. 2023. <https://www.undp.org/sustainable-development-goals>.
- Weissbrodt D., Muria K. *Norms on the responsibilities of transnational corporations and other business enterprises with regard to human rights*. American journal of international law, 2003.
- Zurlo N., Di Lazzaro F. *L'impatto delle scelte sostenibili sulla performance aziendale: il caso Enel*. 2021.