



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Economia e Gestione delle Imprese

**CRESCITA E CREAZIONE DEL VALORE
ATTRAVERSO LE OPERAZIONI DI M&A:
L'ACQUISIZIONE ENEL-ENEL GREEN POWER**

Relatore:

Prof. Luca Pirolo

Candidato:

Giovanni Cola

Matr. 189371

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

*Alla mia famiglia,
per i loro sacrifici ed il sostegno dato,
senza la quale nulla sarebbe stato possibile.*

INDICE

Contents

INTRODUZIONE.....	5
PRIMO CAPITOLO:	7
IL MODELLO DI PORTER APPLICATO AL CASO ENEL	7
1.1 Descrizione del Modello di Porter	7
1.1.1 Le cinque forze competitive	7
1.2 Analisi del settore dell'energia a livello globale.....	14
1.2.1 Overview sulla liberalizzazione del mercato Unico Europeo.....	14
1.2.2 Soggetti istituzionali e non istituzionali	14
1.2.3 Il mercato elettrico.....	16
1.2.4 Il trend del mercato dell'energia nel 2016	19
1.3 Analisi del settore dell'energia in Italia	24
1.3.1 Domanda di energia primaria	29
1.3.2 Produzione di energia elettrica	30
1.3.3 Impieghi finali di energia	30
1.3.4 Consumi di energia elettrica	31
1.3.5 Impieghi finali di energia per abitante nei Paesi dell'Unione Europea	32
1.3.6 Impieghi finali di energia nell'industria	32
1.4 Posizionamento di Enel nel settore dell'energia	33
1.4.1 Fusioni & acquisizioni	36
1.4.2 Enel si consolida all'estero	37
SECONDO CAPITOLO:	39
LE OPERAZIONI DI M&A	39
2.1 Le motivazioni di M&A: Punti di Forza e di Debolezza	39
2.1.1 Benefici	43
2.1.2 Rischi	47
2.2 Il mercato delle operazioni di M&A a livello globale	51
2.2.1 Le Merger Waves	51
2.2.2 Le Cross Border M&A	52
2.2.3 Cross Border M&A nell'attuale contesto globale	52
2.2.4 Le principali operazioni M&A tenute dopo la crisi del 2008	54
2.2.5 Prospettive future sul mercato dell'M&A	55
2.3 Il mercato delle operazioni di M&A in Italia	57
2.3.1 L'andamento del mercato M&A negli ultimi vent'anni	57
2.3.2 I macro fenomeni di M&A in Italia.....	59

2.3.3 Il mercato M&A in Italia nel triennio 2015-2017 e prospettive future	61
TERZO CAPITOLO:	63
L'ACQUISIZIONE ENEL-ENEL GREEN POWER	63
3.1 Le recenti strategie di crescita implementate dall'Enel	63
3.1.1 Iniziative intraprese nell'ultimo decennio	63
3.1.2 Piano Strategico 2017-2019	67
3.2 Enel Green Power: un'impresa in continua crescita	71
3.2.1 Nascita di EGP	71
3.2.2 Enel Green Power-F2i: nascita del leader del fotovoltaico	73
3.2.3 Focus di Enel Green Power nel mondo	75
3.3 Acquisizione Enel-Enel Green Power	79
3.3.1 Motivazioni di base dell'Operazione	79
3.3.2 Descrizione delle caratteristiche, modalità e termini dell'operazione	82
CONCLUSIONI	85
Bibliografia	87

INTRODUZIONE

La costante crescita del consumo di energia mondiale e dell'utilizzo di fonti rinnovabili, le quali nel 2015 hanno soddisfatto circa il 7% del fabbisogno di energia elettrica mondiale, ha determinato un'importanza sempre più marcata delle compagnie energetiche nello scenario economico-finanziario globale¹. In Italia, una delle aziende primarie produttrici e distributrici di energia elettrica e gas è l'ENEL (*Ente Nazionale per l'Energia Elettrica*), la quale, stando alle affermazioni dell'attuale a.d. Francesco Starace, nonostante l'ormai prossima adesione al mercato libero, la compagnia elettrica è in continua e costante crescita: nell'ultimo trimestre infatti, il risultato netto del gruppo è incrementato del 4.7%, mentre l'utile netto ordinario è in aumento del 18.6%². Oggetto del presente lavoro sono le strategie d'impresa dell'Enel, con particolare riguardo alle operazioni di M&A adoperate da tale ente energetico al fine di favorire una crescita e uno sviluppo costante quali, ad esempio, l'acquisizione Enel-Enel Green Power avvenuta nel 2015. Obiettivo primario della tesi è quello di analizzare l'incidenza che la compagnia ENEL sta assumendo nello scenario economico italiano e globale, giungendo a definire alcune previsioni di breve periodo circa lo sviluppo dell'azienda.

Nel corso del primo capitolo si procederà a dare una breve descrizione teorica del modello di Porter, il quale verrà in un secondo momento applicato al caso Enel. Successivamente verrà analizzato il ruolo e la crescita del settore dell'energia, prima globale e poi italiano, degli ultimi anni. Infine verrà data un'applicazione pratica del Modello di Porter, analizzando il posizionamento di ENEL nel settore dell'energia. Nel corso del secondo capitolo, l'interesse convoglierà sulle operazioni di M&A da un punto di vista generale, evidenziando rispettivamente i vantaggi e svantaggi, che apporta tale strategia di crescita aziendale, con particolar riguardo al fattore "cultura", il quale in diversi casi ha determinato il fallimento di molteplici fusioni/acquisizioni. Successivamente verranno esaminati gli effetti che hanno generato le recenti operazioni di M&A sulle maggiori imprese mondiali e italiane, e verrà quindi esposto il motivo

¹<http://www.focus.it/scienza/energia/cresce-la-produzione-di-energia-elettrica-petrolio-carbone-gas-e-rinnovabili-nel-2015>

²http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-12/enel-trimestre-crescita-e-obiettivi-confermati-092046.shtml?uuid=AEk3KB&refresh_ce=1

per cui le imprese di maggiori dimensioni tendono a promuovere queste operazioni di Fusione/Acquisizione, al fine di accrescere la propria quota di mercato all'interno del settore.

Nel corso del terzo capitolo ci si soffermerà su un caso pratico, quello dell'operazione di M&A tra ENEL ed Enel-Green Power: dopo aver prima analizzato le recenti strategie di crescita e partnership adoperate da ENEL, verrà fatto un excursus storico sul rapido sviluppo dell'azienda "Enel Green Power", nata come spin-off di Enel Produzione, esaminando con particolare attenzione i motivi della sua scissione in Enel avvenuta nel 2016.

In Conclusione verranno sostenute alcune previsioni circa il destino di Enel, in seguito alla sua ormai prossima adesione al libero mercato, la quale avverrà il 1° Luglio 2018³, formalizzando alcune ipotesi riguardanti le possibili strategie che l'Azienda porrà in atto in seguito all'approvazione di tale decreto.

³ <http://energy.lifegate.it/blog-gas-e-luce/come-aderire-mercato-libero/>

PRIMO CAPITOLO:

IL MODELLO DI PORTER APPLICATO AL CASO ENEL

1.1 Descrizione del Modello di Porter

Al fine di descrivere le recenti strategie d'impresa adottate da ENEL, è opportuno approfondire il significato del termine “strategie” in chiave manageriale.

Le cosiddette “*strategie*” hanno il compito di mettere in relazione l'impresa con l'ambiente circostante.

In genere, si parla di due tipologie di ambiente:

1. MACROAMBIENTE: ovvero l'intero contesto su cui opera l'impresa. A tal riguardo, lo studio macro ambientale si basa su un'analisi P.E.S.T.E.L. (Politica, Economica, Sociale, Tecnologica, Ambientale, Legale);
2. MICROAMBIENTE: fare un'analisi micro ambientale vuol dire studiare il settore di riferimento.

1.1.1 Le cinque forze competitive

Il presente studio si focalizza su un'analisi del Microambiente, e quindi del settore in cui opera l'impresa. In particolare, il modello che pone in relazione l'impresa col settore di riferimento è il cosiddetto “*Modello di Porter*”, ovvero il Modello delle 5 forze competitive.

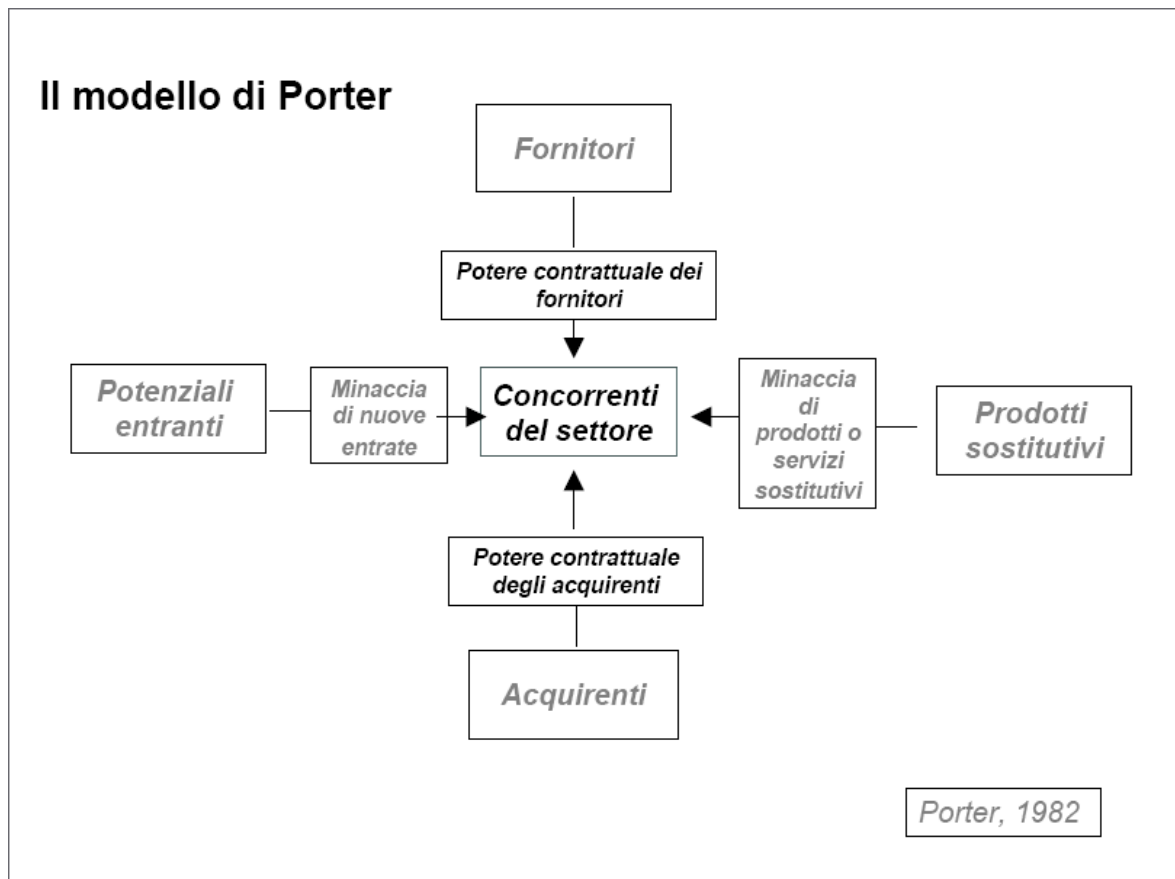


Figura 1: Il modello di Porter

Esso è un modello di analisi della concorrenza settoriale e si scinde appunto in 5 tipologie di concorrenza:

1. **CONCORRENZA INTERNA.** Ovvero la concorrenza che viene realizzata da imprese che operano nello stesso settore.

A tale forza si aggiungono due forze di origine Verticale e altre due forze di origine Orizzontale:

- *Forze di origine Verticale*
2. **FORNITORI.** Coloro che operano al di sopra delle imprese.
 3. **CLIENTI.** Coloro che operano al di sotto delle imprese.
- *Forze di origine Orizzontale:* corrispondono a due “minacce” di erosione del profitto dell’impresa
4. **MINACCIA DI PRODOTTI SOSTITUTIVI**
 5. **MINACCIA DI POTENZIALI ENTRANTI**

L’obiettivo del Modello di Porter è quello di estrapolare dei “parametri” da ciascuna forza competitiva, ossia delle variabili che permettono di capire l’intensità di ogni forza, e quindi permette di stabilire se quella determinata concorrenza è più o meno intensa all’interno del settore.

Una caratteristica comune a tutte le 5 forze competitive è il cosiddetto “potere contrattuale”. I parametri di ciascuna forza competitiva hanno l’obiettivo primario di misurare il potere contrattuale dei concorrenti. Per *potere contrattuale* si intende la capacità di un concorrente, coinvolto in un’operazione di compravendita, di influenzare il

prezzo a proprio vantaggio, generando quindi una abbassamento della curva di profitto (tramite un incremento dei costi oppure una riduzione dei ricavi) dell'impresa in questione, che si trova in concorrenza con una determinata forza competitiva. Un concorrente, in pratica, è un soggetto il cui obiettivo è quello di aumentare il suo profitto a scapito dell'altro soggetto. Un concorrente con un elevato potere contrattuale, quindi, è un concorrente che genera un aumento dei costi/riduzione dei ricavi e, di conseguenza, una riduzione del profitto a scapito della mia impresa.

Analizziamo ora i singoli parametri che dovremo prendere in considerazione quando studiamo le singole forze:

- **CONCORRENZA INTERNA**

Concorrenza che viene esercitata da imprese molto simili a quella considerata e che, di conseguenza, realizzano prodotti simili.

I Parametri da prendere in considerazione per misurare il *potere contrattuale* della concorrenza interna sono molteplici:

- 1) **Numero delle imprese.** Per quanto riguarda questo primo parametro, è importante notare che l'intensità massima della concorrenza si verifica per un numero intermedio di imprese, e non quindi in settori in cui le imprese sono poche (ciò genererebbe una situazione di oligopolio) o, viceversa, in settori caratterizzati da un numero elevato di imprese (che invece causerebbe una situazione di concorrenza perfetta). Di conseguenza, la relazione tra Intensità e Numero di imprese è una relazione non lineare.
- 2) **Dimensione delle imprese.** Tale parametro viene misurato dal cosiddetto "tasso di concentrazione", ovvero un tasso il quale ci riferisce quante imprese, sommate tra loro, detengono una certa quota dell'intero mercato del settore. Tale tasso di concentrazione funziona inversamente: più basso è il tasso, maggiore è la concentrazione. Se, ad esempio, il 70% di mercato di un certo settore è caratterizzato da un tasso di concentrazione pari a 3, significa che in quel determinato settore 3 imprese detengono una quota di mercato cumulata pari al 70%. In questo caso, quindi, poche imprese, ovvero 3, possiedono la maggioranza delle vendite del settore.
- 3) **Tasso di crescita del settore.** Misurare il tasso di crescita del settore vuol dire osservare la "curva ad S": tale curva è una rappresentazione delle vendite che si hanno all'interno di un settore, in relazione al tempo.

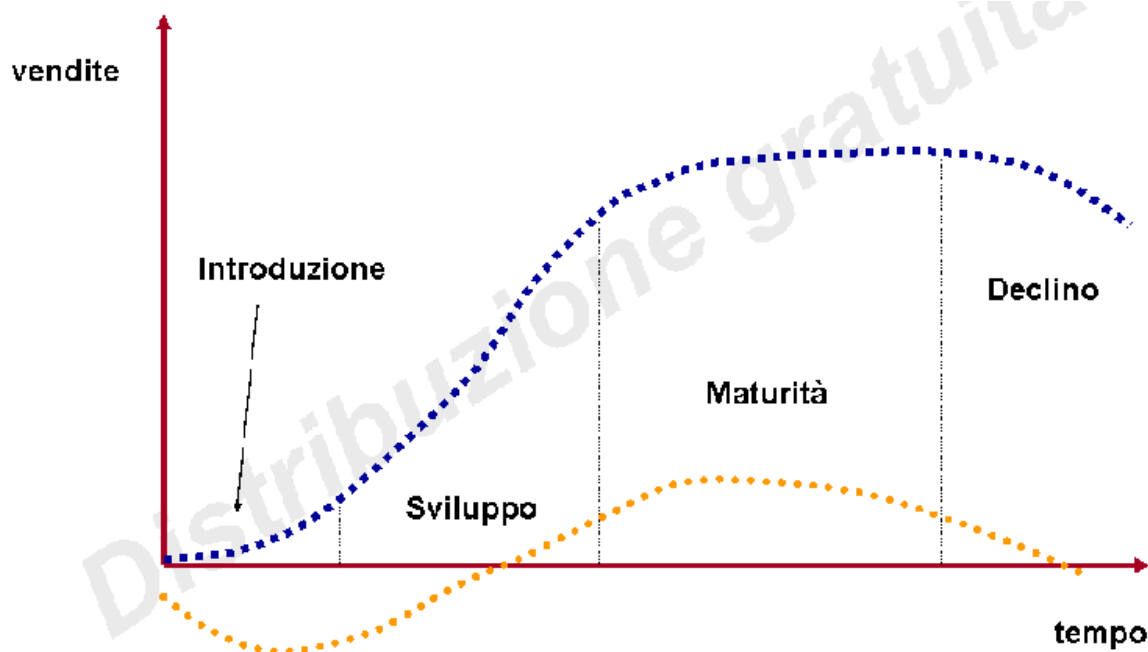


Figura 2: Grafico del ciclo di vita di un settore

Come si può evincere dal grafico, l'andamento della curva del ciclo di vita di un settore attraversa 4 fasi:

1. *Fase di introduzione*: fase di nascita del settore
2. *Fase di sviluppo*: fase di crescita del settore
3. *Fase di maturità*: rappresenta la parte blu della curva in cui si registra una sorta di stabilità delle vendite
4. *Fase di declino*: le vendite cominciano a decrescere in modo significativo.

Il tasso di crescita del settore, tendenzialmente, tende ad essere positivo nelle prime due fasi (in particolare, il tasso di crescita è massimo nella fase di introduzione), nella fase di stabilità tende ad essere vicino allo 0 e, infine, nell'ultima fase è generalmente negativo.

4) Livello dei costi fissi. Maggiore è l'incidenza dei costi fissi sulla funzione del costo totale, maggiore risulta essere l'intensità della concorrenza. Il meccanismo che spiega questa relazione è basato sul concetto di *economie di scala*: nel breve termine, il costo medio unitario tende a decrescere all'aumentare della quantità prodotta, generando quindi sinergie positive all'impresa. Dal punto di vista pratico, questa riduzione del Costo Medio Unitario è dovuto alla ripartizione del costo fisso su più unità di prodotto. Tutte le imprese tendono a sfruttare le economie di scala, aumentando quindi le quantità di prodotto al fine di abbattere il costo medio unitario. Una volta incrementata la quantità prodotta, però, occorre anche collocarla sul mercato. Di conseguenza maggiori sono i costi fissi, maggiore è l'incentivo per le imprese di aumentare la quantità prodotta, collocando un maggior numero di prodotti sul mercato e incrementando di conseguenza l'intensità della concorrenza. In sintesi, quindi, maggiore è il livello dei costi fissi in un settore, e maggiore sarà l'intensità della concorrenza.

- 5) **Tipo di bene che viene prodotto/venduto.** Tale parametro viene misurato dal numero di leve competitive che vengono prese in considerazione. Tale numero varia a seconda del tipo di bene:
- In presenza di un *bene standardizzato*, le imprese potranno competere solamente sul prezzo, quindi esiste una sola leva competitiva;
 - In presenza di un *bene differenziato*, invece, esistono più leve competitive, in quanto la differenziazione può avvenire su molteplici fattori, come la qualità, la quantità ecc.
- 6) **Diversità dei concorrenti.** All'aumentare del numero di nazionalità all'interno di un settore, cresce proporzionalmente l'intensità della concorrenza interna.
- 7) **Barriere all'uscita.** Sono gli ostacoli che un'impresa deve superare nel momento in cui decide di uscire da un settore. Più è alta questa barriera, maggiore è il costo che l'impresa deve sostenere per superarla. Le principali tipologie di barriere all'uscita sono le seguenti:
- *Barriere istituzionali*: ostacoli imposti da sindacati o dalla legge.
 - *Le interdipendenze*: ragionare in termini di interdipendenze vuol dire studiare l'effetto che una decisione presa su un business genera su tutti gli altri business di un'impresa.
 - *I sunk costs*: costi che l'impresa normalmente sostiene all'interno di un settore e che non possono essere recuperati con l'uscita da tale settore.
 - *Barriere emotive*: il management di un'impresa, spesso, pur riconoscendo l'inefficienza della società stessa, continua a tenerla in vita, al fine di preservare la propria posizione.

• FORNITORI

Anche in questo caso occorre studiare i parametri che misurano il potere contrattuale di un fornitore. In particolare, un fornitore con un elevato potere contrattuale genera un incremento dei costi, e di conseguenza, una erosione del profitto della mia impresa. I parametri da prendere in considerazione in questo caso sono i seguenti:

- 1) **Numero dei fornitori.** All'aumentare del numero dei fornitori di un singolo settore, il potere contrattuale del singolo fornitore diminuisce.
- 2) **Quote di mercato del singolo fornitore.** Tale parametro misura la dimensione del fornitore: all'aumentare delle quote di mercato del singolo fornitore, il suo potere contrattuale aumenta.
- 3) **Quantità.** All'aumentare delle quantità domandate dalla mia impresa, aumenta il potere contrattuale della mia impresa, mentre, dall'altro lato, diminuisce il potere contrattuale del singolo fornitore.
- 4) **Minaccia di integrazione verticale.** Minaccia da parte del fornitore di intraprendere una propria autonoma attività, non fornendo quindi più beni alla mia impresa. Tale parametro è strettamente legato alla credibilità di tale minaccia: tendenzialmente, tale minaccia è tanto più credibile quanto più il bene oggetto di tale minaccia è differenziato.
- 5) **La trasparenza del mercato.** Un mercato si dice trasparente quando acquirente, ovvero la mia impresa, e venditore, ovvero il fornitore in questo caso, hanno accesso

alle stesse informazioni. Normalmente, il soggetto che possiede il maggior quantitativo di informazioni è il venditore, ovvero il fornitore. Quando però si è in presenza di trasparenza di mercato, il potere contrattuale del fornitore tende a diminuire.

- 6) **Switching costs.** Sono quei costi che il cliente, e quindi l'impresa, deve sostenere quando decide di cambiare fornitore. All'aumentare degli Switching Costs, quindi, aumenta anche il potere contrattuale del fornitore.

• I CLIENTI

In questo caso, il potere contrattuale dei clienti non genererà, come nel caso dei fornitori, un aumento dei costi ai danni dell'impresa, bensì una riduzione dei ricavi, e di conseguenza una riduzione del profitto dell'impresa. Un cliente con un elevato potere contrattuale quindi è un cliente che riesce ad ottenere i prodotti venduti dall'impresa ad un prezzo più basso, generando così un profitto più basso per l'impresa stessa.

In questo caso, I parametri da prendere in considerazione per questa forza competitiva sono sostanzialmente gli stessi analizzati per i *fornitori*:

- 1) **Numero dei clienti.** All'aumentare del numero dei clienti, il potere contrattuale del singolo cliente diminuisce.
- 2) **Dimensione dei clienti.** In questo caso, la dimensione del cliente viene misurata dalla percentuale di fatturato che il singolo cliente genera sul fatturato totale dell'impresa: maggiore è tale percentuale di fatturato, maggiore è il potere contrattuale del cliente.
- 3) **Quantità.** Maggiore è la quantità di beni domandate dal mio cliente, maggiore è l'influenza esercitata dal cliente ai danni della mia impresa, e di conseguenza più grande sarà il suo potere contrattuale.
- 4) **Tipologia del bene.** In questo caso occorre distinguere tra due tipologie di beni:
 - *Bene differenziato:* in questo caso il potere contrattuale è in mano all'impresa;
 - *Bene standardizzato:* il potere contrattuale è in mano al cliente.
- 5) **Minaccia di integrazione verticale.** Minaccia, che il cliente fa alla singola impresa, di cominciare iniziare a produrre/vendere i medesimi prodotti dell'impresa stessa. Generalmente, tale minaccia viene effettuata da una particolare tipologia di clienti, ovvero i canali distributivi. La credibilità di tale minaccia, risulta essere medio-alta quando essa viene rivolta alle imprese non leader del settore.
- 6) **Switching Costs.** I costi di riconversione aumentano il potere di contrattuale della mia impresa in quanto, in questo caso, è l'impresa ad assumere il ruolo di venditore, mentre il cliente assume la veste di acquirente.
- 7) **Trasparenza del mercato.** Maggiore è la trasparenza del mercato, più grande sarà il potere contrattuale del cliente.

• LA MINACCIA DI PRODOTTI SOSTITUTIVI

Prodotti che soddisfano il medesimo bisogno di un altro prodotto. Tali prodotti generano una forma di concorrenza indiretta e vengono studiati attraverso 2 analisi:

- 1) **Analisi qualitativa.** E' un'analisi di marketing che tende a identificare tutti i prodotti sostitutivi rispetto a quello della mia impresa.

2) *Analisi quantitativa*. E' un'analisi econometrica che tende a misurare la pericolosità di ognuno di questi prodotti.

• LA MINACCIA DI POTENZIALI ENTRANTI

Quest'ultima forza competitiva è una minaccia di natura prospettica, ovvero la minaccia che nuove imprese, attratte dagli alti profitti del settore, vogliano entrare nel settore stesso, andando quindi a ridurre la quota di mercato della mia impresa.

I parametri di riferimento di questa forza di Porter sono 2:

1) Barriere all'entrata. Ovvero gli ostacoli che un'impresa deve affrontare nel momento in cui decide di entrare all'interno di uno specifico settore. Vi esistono 3 principali tipologie di barriere all'entrata:

1. *Barriere istituzionali*: ostacoli imposti dalla legge. Sono il tipo di barriere più "oggettive", ovvero che valgono per ogni tipologia di settore.
2. *Barriere strutturali*: ostacoli tipici del settore, che tendono a variare da settore a settore.
3. *Barriere strategiche*: sono ostacoli creati dalle imprese già presenti nel settore, a tutela dei propri profitti.

2) Reazioni attese. Sono i comportamenti che implementeranno le imprese già presenti nel settore, nel momento in cui entra un nuovo competitor. Per stimare le reazioni attese vengono presi in considerazione diversi parametri di riferimento:

- *Il passato*, ovvero viene analizzato come in passato le imprese hanno reagito a nuovi ingressi nel settore.
- *Lo stato di salute finanziaria* delle imprese già presenti nel settore.
- *Il livello degli investimenti* che le imprese già presenti nel settore hanno realizzato; un'impresa che ha investito molto in un settore è un'impresa che vedrà come un forte pericolo l'arrivo di un nuovo competitor.
- *Andamento del settore*: se il settore si trova in una fase di sviluppo, allora la reazione delle attuali imprese presenti nel settore sarà piuttosto contenuta; se, invece, un'impresa vuole entrare in un settore già maturo, vuol dire che la nuova impresa abbia come fine quello di rubare clienti alle imprese già presenti nel settore. Di conseguenza la reazione del mercato sarà più forte.

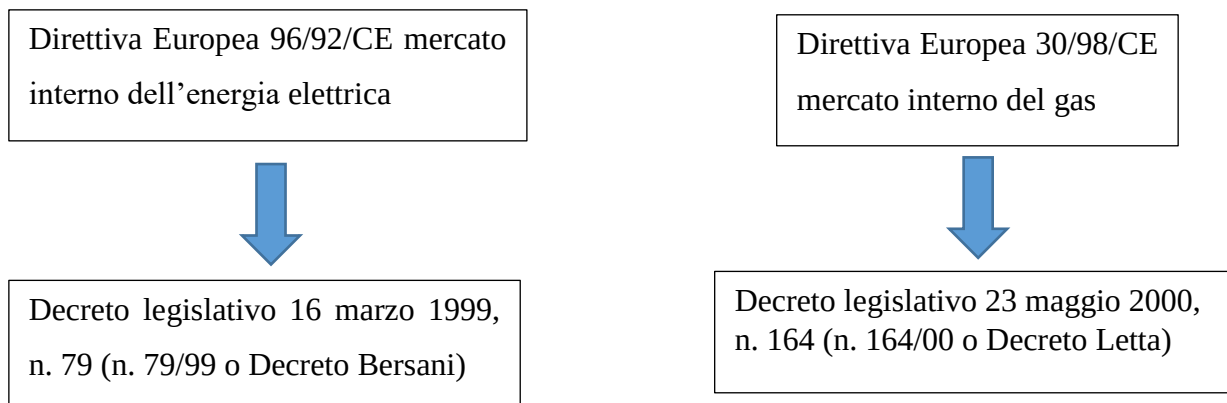
In conclusione, le imprese studiano il Modello di Porter per capire se conviene o meno entrare in un determinato settore.

Tale modello ha una duplice finalità:

- Analizzare, tramite lo studio di determinati parametri, l'intensità dei diversi concorrenti di un'impresa;
- Stimare il ROI potenziale di un'impresa, ovvero quanto un'impresa può ottenere, in termini di profitto operativo, sull'investimento sostenuto per entrare nel settore.

1.2 Analisi del settore dell'energia a livello globale

1.2.1 Overview sulla liberalizzazione del mercato Unico Europeo



I principali fattori che hanno guidato la liberalizzazione del mercato Unico Europeo dell'energia sono:

- la globalizzazione e la dematerializzazione dell'economia;
- la riduzione dell'autonomia degli stati membri dell'Unione Europea nell'ambito delle politiche comunitarie;
- la maggiore attenzione posta agli aspetti ambientali ed allo sviluppo sostenibile.

L'Unione Europea, fra le varie possibilità di apertura del mercato disponibili, ha scelto di liberalizzare sia la domanda, sia l'offerta, richiedendo nel contempo il libero accesso alle reti di trasporto.

L'attività di fornitura nel settore elettrico può essere suddivisa in quattro fasi:

1. produzione e importazione,
2. trasmissione e dispacciamento,
3. distribuzione,
4. vendita.

Nel 1962, la **Legge 1643 determinò la nazionalizzazione del settore elettrico**, affidando ad ENEL la titolarità delle varie fasi costituenti la filiera elettrica (produzione – distribuzione – vendita).⁴

Grazie al monopolio, è stato possibile conseguire obiettivi come l'elettrificazione pressoché totale del Paese, insieme all'unificazione del costo dell'energia elettrica.

1.2.2 Soggetti istituzionali e non istituzionali

I principali soggetti istituzionali coinvolti nel mercato dell'energia elettrica sono

- GRTN – Gestore del Sistema elettrico
- AU – Acquirente unico

⁴ <http://www.fire-italia.org/evoluzione-del-settore-elettrico/>

- GME – Gestore del mercato elettrico
- TERNA – Rete elettrica Nazionale

Il Gestore del sistema elettrico – GRTN S.p.A.

Azionista unico del GRTN è il Ministero dell'Economia e delle Finanze che esercita i diritti dell'azionista con il Ministero delle Attività Produttive. Il GRTN è capogruppo delle due società controllate AU (Acquirente Unico) e GME (Gestore del Mercato Elettrico).

In seguito al trasferimento del ramo d'azienda relativo a dispacciamento, trasmissione e sviluppo della rete a Terna S.p.A, il 1° novembre 2005, il GRTN si concentra sulla gestione, promozione e incentivazione delle fonti rinnovabili in Italia.

Rilascia, inoltre, la Garanzia di Origine, riconoscimento introdotto dalla direttiva comunitaria 2001/77 per l'energia elettrica da fonte rinnovabile, e i certificati RECS (Renewable Energy Certificate System), titoli internazionali, su base volontaria, attestanti la produzione rinnovabile.

Acquirente Unico è la società per azioni, costituita dal GRTN, cui è affidato il compito di assicurare la fornitura di energia elettrica, a prezzi competitivi e in condizioni di continuità, sicurezza ed efficienza del servizio, ai clienti vincolati in modo da consentire anche a tali consumatori di beneficiare dei vantaggi del processo di liberalizzazione del settore.

Il compito di Acquirente Unico, pertanto, è quello di acquistare energia elettrica alle condizioni più favorevoli sul mercato e di cederla alle imprese distributrici per la fornitura ai clienti vincolati.

Il Gestore del mercato elettrico – GME

Al GME è affidata la gestione economica del Mercato Elettrico, secondo criteri di neutralità, trasparenza e obiettività. Per raggiungere questi obiettivi, il GME organizza e gestisce la cosiddetta borsa elettrica, una “piazza” virtuale in cui ogni giorno produttori e acquirenti si incontrano per vendere e comprare energia

Nel contesto delle politiche di sviluppo delle fonti rinnovabili e dell'efficienza energetica, il GME organizza e gestisce anche le sedi di contrattazione dei Certificati Verdi e dei Certificati Bianchi e dei Certificati Neri.

La rete elettrica nazionale s.p.a. TERNA è una società per azioni quotata in Borsa, responsabile in Italia della trasmissione e del dispacciamento dell'energia elettrica sulla rete ad alta e altissima tensione su tutto il territorio nazionale. L'assetto attuale è il risultato dell'acquisizione nel mese di novembre 2005 del ramo di azienda del GRTN come definito dal DPCM 11 maggio 2004.

Le sue primarie funzioni sono le seguenti:

- Gestione del sistema elettrico: garantisce l'equilibrio tra l'energia richiesta e quella prodotta.
- Cura la massima efficienza delle infrastrutture e gestisce la manutenzione: attraverso i centri di tele conduzione, Terna manovra i propri impianti e ne monitora il funzionamento.
- Sviluppo della rete: Terna delibera ed esegue gli interventi di sviluppo approvati dal MAP (Ministero delle Attività Produttive), secondo un Piano nel 2005 il quale prevedeva la realizzazione di 160 interventi, di cui 16 prioritari (3.120 km di nuovi elettrodotti e 57 nuove stazioni).

- Promuove lo sviluppo delle infrastrutture in armonia con le esigenze dell'ambiente.

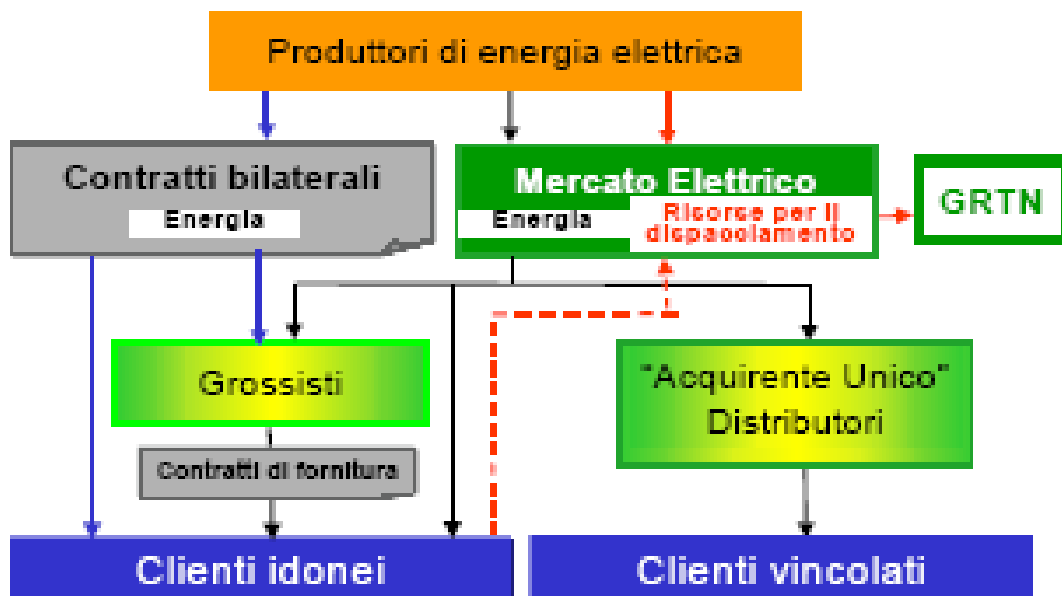
I soggetti non istituzionali coinvolti nel mercato dell'energia elettrica in Italia sono:

- i produttori,
- i grossisti,
- i distributori,
- i clienti vincolati,
- i clienti idonei.⁵

1.2.3 Il mercato elettrico

La creazione di un mercato elettrico deve corrispondere a due esigenze:

- **Promuovere**, secondo criteri neutralità, trasparenza e obiettività, **la competizione nelle attività di produzione e di compravendita di energia elettrica, attraverso la creazione di una “piazza del mercato”**
- **Assicurare la gestione economica di una adeguata disponibilità dei servizi di dispacciamento.**⁶



⁵http://www.univpm.it/Entra/Engine/RAServeFile.php/f/P004271/allegati_ins/MERCATOENERGIA.pdf

⁶<http://www.apertacontrada.it/wp-content/uploads/2017/07/Giachetti-Fantini-sulla-liberalizzazione-del-mercato-dellenergia.pdf>

Clients del mercato libero: sono, dal 1 luglio 2004, tutti i clienti non domestici che decidono di avvalersi del mercato libero stipulando contratti di acquisto di energia elettrica con fornitori di propria scelta e recedendo dal proprio contratto di cliente del mercato vincolato ai sensi dell'articolo 2 della deliberazione n. 158/99.⁹

Di seguito, i principali gruppi di fornitori dell'energia elettrica e gas in Italia¹⁰.

Fornitori	Descrizione
A2A Energia	nasce nel 2008 in seguito all'aggregazione di tre società già attive nell'ambito dell'energia: le milanesi AEM e AMSA e la bresciana ASM. A2A Energia è una delle maggiori multiutility.
Acea Energia	il Gruppo Acea è una delle principali aziende italiane attive nel settore dell'energia. Fondata a Roma, oggi è il terzo operatore italiano sul mercato dell'energia elettrica.
Agsm	Energia è uno dei principali fornitori di gas e luce presenti nel veronese, e vanta un'esperienza di più di un secolo nel settore.
AIM Energy	è una società controllata al 100% da AIM Gruppo, l'azienda che fornisce ai vicentini i principali servizi di pubblica utilità. Fondata nel 1906 con il nome di Aziende Industriali.
Ascopiave	: è un'azienda attiva da diversi anni nel mercato energetico del gas naturale, e può competere con fornitori di importanza nazionale. Nata nell'area del trevigiano.
Agsm	Energia è uno dei principali fornitori di gas e luce presenti nel veronese, e vanta un'esperienza di più di un secolo nel settore.
Bluenergy Group	Fondata nel 2003, il Gruppo Bluenergy fornisce gas ed energia elettrica a più di 170 mila clienti in tutta Italia. Fortemente orientata al cliente e all'innovazione.
E.ON Energia	è un'azienda multinazionale attiva nei settori dell'energia e del gas. Presente in tre continenti, in Italia può contare circa un milione di clienti e si classifica nelle prime quattro.
Edison Energia	con più di un secolo di storia, Edison è la prima azienda di energia fondata in Italia. Il gruppo è la seconda azienda italiana attiva nei mercati del gas e dell'elettricità.
Enel Energia	Enel è una delle principali aziende italiane attive nel settore dell'energia. Con 32 milioni di clienti, è il fornitore di energia elettrica più scelto dagli italiani.
ENERcom	è una società del settore energetico che si occupa della fornitura di luce e gas per aziende e privati. Attualmente la società, con sede a Crema, vanta più di 120.000 clienti.
ENGIE ITALIA (ex GDF SUEZ)	è una società di importanza mondiale che copre ad oggi circa quaranta paesi. Il gruppo è nato nel 2008 dalla fusione di due note compagnie, SUEZ e Gaz de France.
Eni	fondata nel 1953, Eni è una delle principali aziende attive nel settore dell'energia a livello mondiale. Il famoso "cane a sei zampe" fornisce luce e gas agli italiani fin dal dopoguerra.
Estra	è una delle principali aziende nel campo di fornitura energetica ed è seconda per importanza in Toscana. Nata nel 2008 dalla fusione di tre società da tempo operanti nel territorio.
Europe Energy	il Gruppo Europe Energy è stato fondato nel 2007 e la società si è affermata fin da subito come una delle realtà più dinamiche del mercato del gas e dell'energia elettrica in Italia.

⁹<http://www.gct.mi.it/servinfo/energia.htm>

¹⁰<https://www.facile.it/energia-luce-gas/compagnie.html>

EVIVA	attiva dal 1999, è il fornitore di importanti realtà industriali e clienti retail. Il Gruppo EVIVA è una realtà consolidata e uno dei più importanti operatori energetici in Italia.
Gas Natural	il gruppo Gas Natural Fenosa opera in tutto il mondo da diversi anni ed è attivo nel nostro Paese dal 2002. Conta oltre 20 milioni di clienti.
Green Network	Il Gruppo Green Network è nato nel 2003, a seguito della liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica. Oggi l'azienda è uno dei più consolidati e accreditati operatori del mercato.
Hera Comm	il Gruppo Hera nasce nel 2002 con l'aggregazione di diverse aziende già attive nel settore. Presto quotata in Borsa.
Innovatec	nasce nel 2013 e opera nel settore delle energie rinnovabili, offrendo soluzioni tecnologicamente all'avanguardia per la produzione, la gestione e la distribuzione di energia.
Iren Mercato	Iren è un fornitore di energia elettrica e gas naturale nata dalla fusione di due grosse compagnie che operavano nel nord e nel centro Italia: Enia, nata nel 2005 da diverse aziende emiliane.
Metaenergia	si occupa da diversi anni della fornitura di energia per i clienti business e si è recentemente aperta al mercato domestico. Optima Italia: offerte luce e gas.
Optima Italia	è la multiutility italiana nata nel 1999 con l'intento di semplificare la vita dei propri clienti grazie ad un'offerta integrata.
Sorgenia	è il primo fornitore privato di gas ed energia elettrica in Italia, con 500.000 clienti. L'azienda è in prima linea per il potenziamento dell'offerta di energia.
Trenta	è una società nata dall'unione di tre aziende da tempo attive nel territorio dell'Italia settentrionale. Di importanza nazionale per la vendita di gas naturale ed energia elettrica.
Unogas	è un gruppo attivo dal 2003 operante nel campo dell'energia elettrica e del gas naturale a livello europeo. In Italia è annoverato fra i principali operatori privati.
Wekivi	è un innovativo fornitore di energia elettrica e gas che opera esclusivamente online e trova il suo punto di forza nella trasparenza. Si tratta di una web company parte del Gruppo Tremagi.

1.2.4 Il trend del mercato dell'energia nel 2016

L'attuale panorama energetico internazionale, in termini di consumi, infrastrutture di produzione e di trasporto, e potenzialità delle risorse disponibili, è efficacemente descritto tramite uno studio condotto dall'Associazione *Energia Ecologia Economia*.¹¹

Dalle ricerche svolte, infatti, è emerso **che il mercato energetico internazionale ha attraversato una fase di forte evoluzione e mutazione, generate dalla concomitanza di molteplici fattori economici e politici.**

I principali **fattori economici** sono costituiti da:

- il dissesto finanziario avvenuto negli Stati Uniti nel 2008 che ha investito l'economia mondiale determinando in moltissimi Paesi una crisi recessiva; uno degli effetti principali della crisi, è stato il forte rallentamento dell'economia cinese che aveva sostenuto negli ultimi anni la ripresa dell'economia mondiale, raggiungendo importanti traguardi in campo economico;
- l'andamento ciclico del mercato delle materie prime che ha registrato una fase ascendente dopo l'inizio degli anni 2000 e, a valle del picco dei prezzi raggiunto nel 2011, ha iniziato una fase di discesa prima e poi di crollo che ha coinvolto anche le materie prime energetiche a partire dagli ultimi mesi del 2014;
- il recente boom della produzione di petrolio e gas naturale avvenuto negli USA, con lo sviluppo della tecnica della fratturazione idraulica, ha assicurato agli Stati

¹¹ <http://www.eeenergia.org/wp-content/uploads/2016/02/PANORAMA-ENERGETICO-INTERNAZIONALE-E-SUA-EVOLUZIONE.pdf>

Uniti l'indipendenza energetica con il raggiungimento per il petrolio e/o il gas dei livelli produttivi dei due maggiori produttori mondiali (l'Arabia Saudita e la Russia) e determinato un eccesso di offerta delle materie prime energetiche rispetto alla domanda.

I principali **fattori politici**, che influenzano lo scenario economico sono invece costituiti da:

- il tentativo in atto della Russia di tornare ad un ruolo di primo piano sullo scenario politico mondiale, dopo il lungo ripiegamento successivo alla dissoluzione dell'URSS e la parallela espansione della NATO verso Est in alcuni paesi ex sovietici e/o ex socialisti, con la conseguente crisi in Ucraina e l'intervento militare russo in Siria tuttora non coordinato con i paesi occidentali;
- la diffusione del fenomeno terroristico in molti paesi medio orientali ed africani che, a partire dall'Afghanistan, si è esteso enormemente nell'ultimo decennio in assenza di un contrasto efficace a livello internazionale;
- il raggiungimento di un accordo internazionale sul “nucleare” iraniano e la conseguente abolizione delle sanzioni degli Stati Uniti e dell'UE all'Iran già avviata, che consentirà all'Iran di tornare ad un ruolo di prima piano nell' mediorientale e nel mercato mondiale delle materie prime energetiche; l'intesa per un governo di unità nazionale raggiunto in Libia con il patrocinio dell'ONU che, ove implementata, potrebbe avere un esito analogo per il mercato delle materie prime energetiche;
- l'irrisolto problema israelo-palestinese, che continua ad alimentare l'instabilità nella regione generando anche pulsioni terroristiche.

Nel 2015¹² la richiesta mondiale di energia elettrica da fonti primarie (petrolio, carbone, gas) **è aumentata** dell'1% rispetto al 2014, ovvero sensibilmente inferiore alla crescita del periodo 2014-2013 (+1,1%), ma ben al di sotto della media degli ultimi 10 anni (+1,9%). La maggiore spinta alla crescita è arrivata, per il 97%, dai Paesi emergenti, i quali consumano oggi il 58,1% dell'energia che si produce a livello globale.

Il trend attuale delle fonti non rinnovabili vede solo il petrolio e il nucleare in crescita ad un tasso superiore alla media (dal petrolio si produce poco meno del 32% del fabbisogno di energia elettrica mondiale), **mentre l'uso del carbone è in calo**. Di contro, risulta **in forte sviluppo il trend delle fonti rinnovabili**, che hanno soddisfatto, a livello globale, quasi il 7% del fabbisogno di energia elettrica.

¹² <http://www.ilfattoquotidiano.it/2016/12/15/fonti-rinnovabili-un-bilancio-della-produzione-di-energia-in-italia-e-nel-mondo/3255344/>

The fuel mix is set to change significantly...

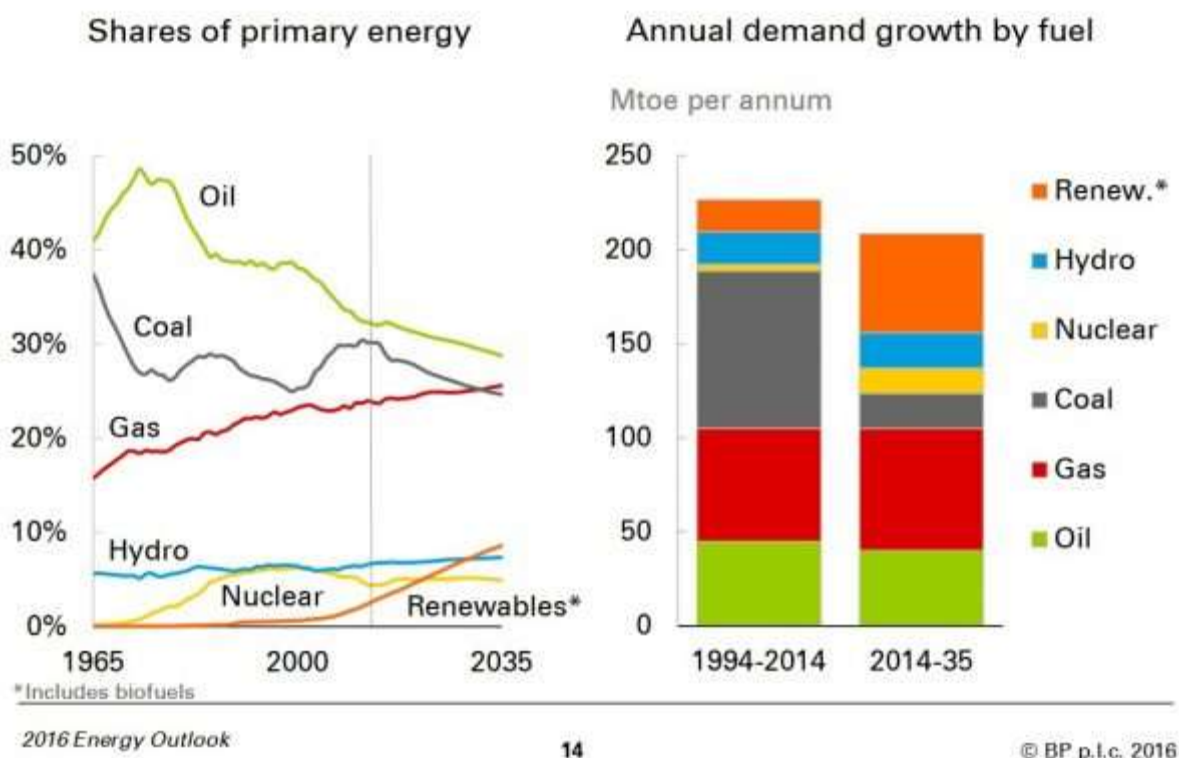


Figura 4: Grafici “BP Energy Outlook 2016”

Infatti, il grafico di “BP Energy Outlook 2016” mostra il contributo mondiale delle fonti di energia alla produzione (a sinistra, in valori %) ed ai consumi (a destra, in milioni di tonnellate di petrolio equivalente per anno).

Nel 2015 la quota di energia elettrica globale prodotta da fonti rinnovabili è stata del 15,2%, leggermente inferiore alla media degli ultimi 10 anni (15,9%): ha però segnato un incremento record nei volumi (+213 terawattora), quasi equivalente all’incremento di energia prodotto da fonti primarie.

Secondo le ricerche svolte, **a seguito della liberalizzazione dell’attività di produzione elettrica** (decreto Bersani del ’99), **vi è stata un’esplosione della generazione da impianti alimentati a gas naturale** che, nel giro di pochi anni, **ha soppiantato la produzione con prodotti petroliferi**.

Lo sviluppo delle energie rinnovabili, si sta progressivamente propagando nei Paesi in via di sviluppo. Si osserva infatti un numero sempre crescente dei Paesi in via di sviluppo che stanno registrando una crescita energetica basata di energie rinnovabili ed efficienza energetica, tra cui Messico, Cina, India, Brasile e Sud Africa, dove si stanno proponendo come mercati di riferimento grazie a politiche ed a contesti normativi che premiano gli investitori.

Lo scenario attuale però vede la sicurezza energetica ben lontana dal consolidarsi su un trend uniforme a livello mondiale. Vi sono infatti ancora numerose regioni, in particolare nell'Africa subsahariana, dove non è possibile garantire neppure la quantità di energia necessaria per l'illuminazione quotidiana. Si tratta di aree dove circa 600 milioni di persone vivono senza elettricità, con Etiopia, Nigeria e Sudan dove sono ben 116 milioni gli abitanti che non hanno alcun accesso alla rete elettrica.

In Europa la quota di energia derivante da fonti rinnovabili è in costante aumento.

Secondo gli studi pubblicati da Eurostat¹³, istituto europeo di statistica che ha recentemente reso noti i dati relativi ai consumi energetici nel 2015, sia a livello continentale che di singolo Paese, l'Europa ad oggi consuma meno energia del 2015. Su un piano generale, la quantità di tonnellate di petrolio equivalente, questa l'unità di misura, utilizzata nel 2015 dall'Europa è pari a circa 28k, di gran lunga inferiore rispetto a quella impiegata nel 1990. Una riduzione sulla quale hanno inciso soprattutto i combustibili solidi, il cui utilizzo è quasi dimezzato in 25 anni, e quello dei derivati del petrolio, calato di poco più dell'11% in un quarto di secolo.

Di seguito, un grafico che mostra come **l'andamento dei consumi di derivati del petrolio in Italia, si siano ridotti di un terzo negli ultimi 25 anni. Mentre quello di gas, in costante crescita fino allo scoppio della crisi del 2008, ha successivamente subito una contrazione di circa il 20%.**

¹³<http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/03/05/paradosso-dellenergia-calano-consumi-crescono-le-importazioni/>

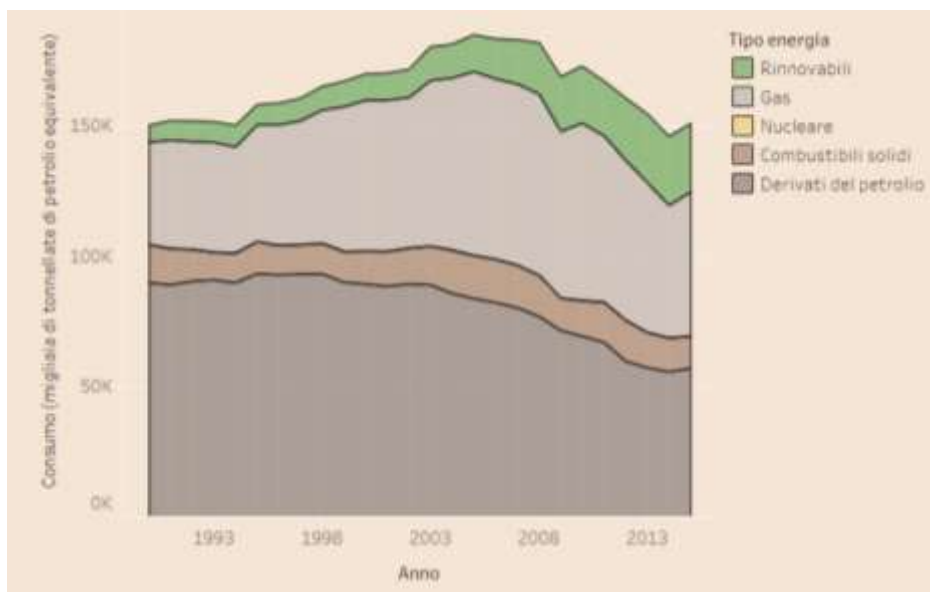


Figura 5: I consumi energetici in Italia dal 1990 ad oggi

In particolare, in seguito all'Accordo di Parigi, sembra che il mondo abbia appreso che puntare sulle rinnovabili sia un investimento economicamente vantaggioso, oltre che necessario per contenere i cambiamenti climatici¹⁴. **Il 2016 è infatti stato l'anno in cui il cambiamento verso un sistema energetico fondato sulle rinnovabili si è dimostrato possibile**, anche dal punto di vista economico. Le ultime analisi hanno evidenziato come il carbone sia ormai meno conveniente delle rinnovabili.

In conclusione, il trend positivo del settore dell'energia, è evidenziato dai **numerosi record ottenuti nel corso del 2016**:

1. Secondo *ClimateScope*, l'ultimo rapporto pubblicato da Bloomberg New Energy Finance, **il fotovoltaico è la fonte rinnovabile più economica a livello globale** e in grado di competere con le fonti fossili, **soprattutto carbone e gas**. L'energia elettrica solare prodotta ha superato anche l'eolico in termini di convenienza economica. A determinare il sorpasso sono stati la caduta dei prezzi dei pannelli e la crescita di nuove installazioni nei Paesi emergenti, in particolare Cina e India.
2. **I Paesi Bassi chiudono con il carbone**: il 15 settembre il parlamento olandese ha approvato un documento in cui si chiede al governo di adottare un obiettivo del 55 per cento nella riduzione delle emissioni di CO₂ entro il 2030. Un traguardo che non potrà essere raggiunto senza la **chiusura di tutte e cinque le centrali a carbone** attualmente in funzione nel paese. **Il Canada entro il 2030 uscirà dal carbone** con l'obiettivo di arrivare a coprire il 90 per cento della domanda energetica con fonti sostenibili di energia. Inoltre, entro il 2025 il Governo federale canadese si impegnerà a utilizzare solo energia da fonti rinnovabili negli edifici pubblici federali e in quelli militari. **La Cina blocca la costruzione delle centrali a carbone e chiude un migliaio di miniere**. Lo stop arriva dalle autorità cinesi, che avrebbero deciso di fermare la costruzione di almeno 30 nuove centrali a carbone, 10 di queste erano già in costruzione. **L'India vieta la costruzione di**

¹⁴<http://www.lifegate.it/persone/stile-di-vita/10-record-energia-2016>

nuove centrali a carbone, fatta eccezione per quelle già in costruzione, a partire dal 2022. Il governo di Nuova Delhi punterà su eolico e solare.

3. Google ha annunciato che **dal 2017 l'intera società** – data center e uffici – **utilizzerà solo energia rinnovabile**. Oggi il numero uno di Mountain View è il più grande acquirente di energia rinnovabile al mondo, con 2,6 gigawatt tra energia eolica e solare. Google ha investito 3,5 miliardi di dollari in circa 20 nuovi progetti di impianti sparsi nel mondo, dal Cile alla Svezia.
4. Bill Gates, Jepp Bezos, Richard Branson e Jack Ma, con un miliardo di dollari, hanno dato il via al **più grande fondo di investimento in tecnologie verdi oggi esistente: il *Breakthrough Energy Ventures Fund***. Il nuovo fondo, della durata di 20 anni, prevede investimenti nel settore energetico, tra cui la generazione e lo stoccaggio di energia elettrica, il trasporto, il consumo da parte del sistema industriale e agricolo e l'efficienza energetica.
5. **Gli asset di chi ha disinvestito dai combustibili fossili hanno raggiunto quota 5mila miliardi di dollari**. *Divest* è un movimento che ha coinvolto 688 investitori istituzionali e 58.399 risparmiatori, in 76 paesi. **Per contro gli investimenti nelle rinnovabili continuano a crescere**, toccando i 329 miliardi di dollari, ma non solo: investitori e risparmiatori, che gestiscono complessivamente **1.300 miliardi di dollari**, si sono ad oggi impegnati a disinvestire dai combustibili fossili e **re-investire** gli stessi capitali in **fonti rinnovabili**, efficienza energetica, tecnologie pulite.

1.3 Analisi del settore dell'energia in Italia

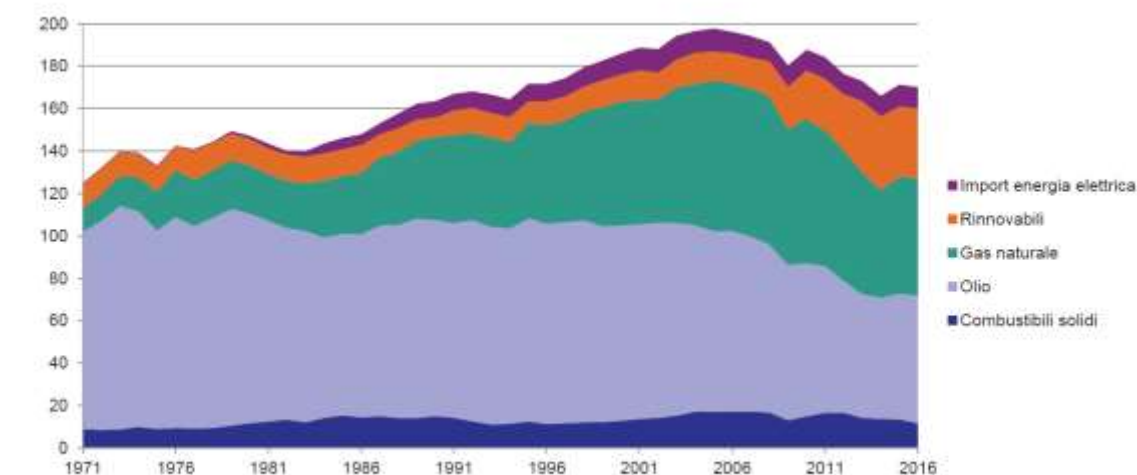
Nel 2013, *Federmanager Roma* ed AIEE hanno svolto **un'analisi¹⁵ riguardante l'impatto del costo dell'energia sulla competitività del sistema Paese**, rilevando alcune criticità del nostro sistema energetico. In particolare, dallo studio emerse come **il costo dell'energia in Italia fosse notevolmente più alto**, mediamente del 30%, ponendo così vincoli allo sviluppo legato all'elevato costo dell'approvvigionamento energetico. A tre anni da quello studio, il contesto energetico è profondamente cambiato.

Infatti, **in Italia, abbiamo assistito all'emanazione di un Terzo Piano di Azione Nazionale per l'Efficienza Energetica (PAEE 2014), alla revisione dei sistemi di incentivazione delle FER** (compreso l'istituzione di un conto termico e della sua evoluzione), **all'avvio del processo di riforma della bolletta elettrica dei clienti domestici**, ponendo fine alla progressività delle tariffe elettriche.

In base all'analisi dei dati del BEN, negli ultimi 45 anni i consumi sono aumentati del 37%, da 125 Mtep (dato 1971) a 171 Mtep (dato 2015). Dal 2006 al 2016 il sistema si è profondamente ridimensionato, perdendo 28 Mtep di consumi primari, equivalente ad una variazione del -14%, e portandosi a livelli inferiori del 1995 (dati forniti da AIEE).

¹⁵http://www.aiee.it/documenti/STUDIO_AIEE_FEDERMANAGER.pdf

Graf. 1 – Domanda di energia primaria per fonte in Italia (Mtep)

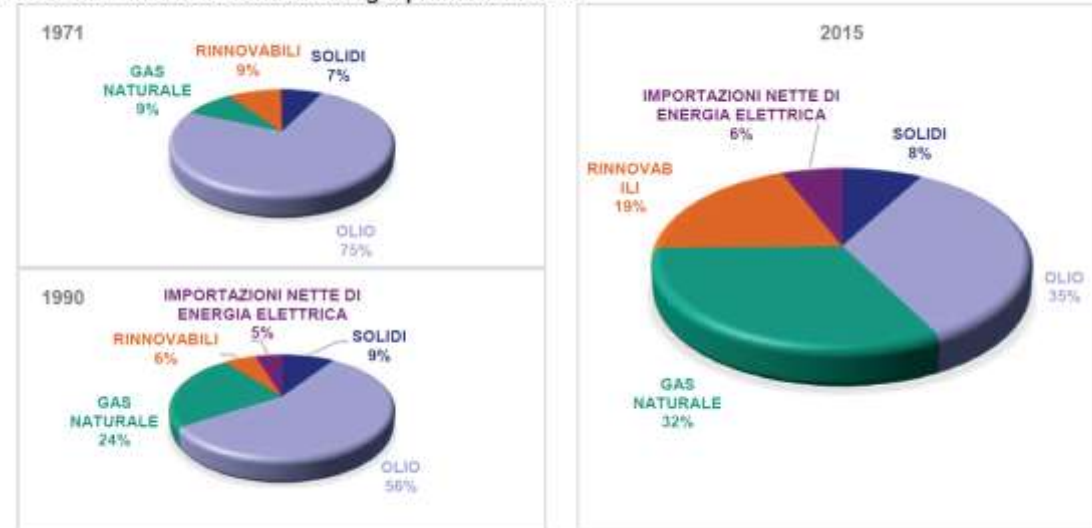


Fonte: AIEE

Figura 6: Domanda di energia primaria in Italia

L'Import netto di energia elettrica ha assunto un ruolo via via crescente fino al 2003, per poi calare leggermente: l'Italia rimane comunque tra i primi tre importatori mondiali di energia elettrica.

Graf. 1.2 – Mix delle fonti di energia primaria in Italia



Fonte: AIEE

Figura 7: Fonti di Energia Primaria in Italia

Dal 2016 ad oggi, i consumi finali di energia sono cresciuti del 4,1% su base annuale. Dal punto di vista settoriale, la variazione maggiore in termini percentuali è spettata agli usi civili, anche i trasporti risultano in ripresa, in calo invece (dell'1,8%) l'industria. Anche **il settore elettrico è attualmente in ridimensionamento**. Sul fabbisogno energetico italiano e sull'attuale quadro di sviluppo pesano due principali fattori:

1. Crisi economica,
2. Fattore tecnologico.

Quest'ultimo è andato a scardinare uno dei principi su cui si fondava il vecchio modello energetico: maggiori volumi produttivi comportano maggiori consumi di energia.

Secondo l'EU Reference Scenario 2016¹⁶ la popolazione dell'UE dovrebbe aumentare nei prossimi decenni fino al 2050.

Per l'Italia, è previsto un aumento della popolazione nel 2030 a 64,2 milioni, fino ad arrivare a circa 67 milioni nel 2050. All'attuale fabbisogno energetico pro capite ciò comporterebbe un aumento di 15 e 23 Mtep di energia primaria rispettivamente nel 2030 e 2050. All'attuale consumo pro capite la domanda di energia per usi finali si accrescerebbe di 11 e 16 Mtep nelle stesse date.¹⁷

In questo momento storico, a dominare la scena energetica, in Italia, sono il risparmio e l'efficienza, che hanno preso il sopravvento sull'incremento dell'attività economica come principale driver della domanda di energia. Queste tendenze si riflettono **sull'indice di intensità energetica dell'economia, in riduzione, in Italia, come quasi in tutti gli altri membri della Comunità Europea.**

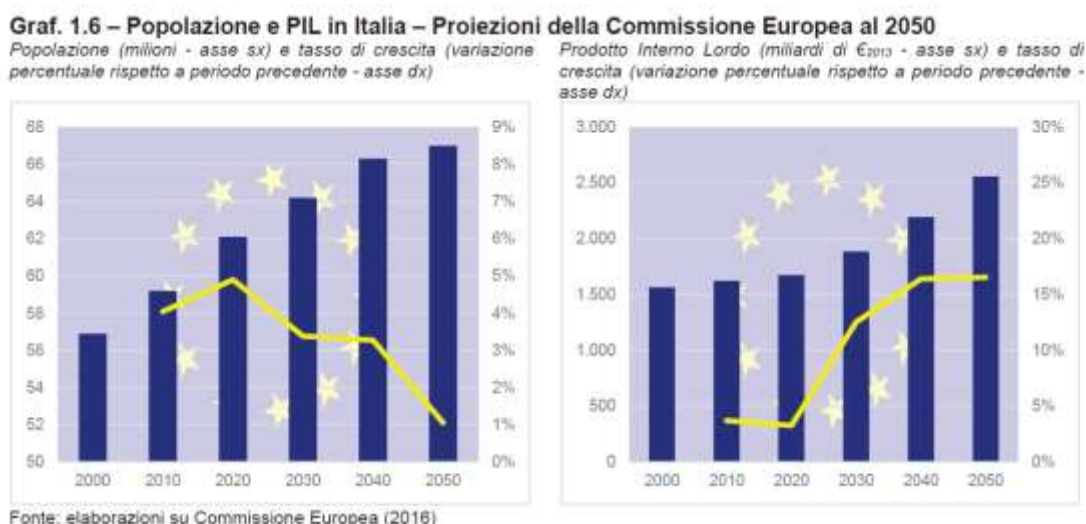


Figura 8: Popolazione e PIL in Italia

In Italia, infatti, come in Europa, la riduzione delle intensità energetica dell'economia è legata da un lato al progresso tecnologico e dall'altro lato alla tendenza a produrre attività a minore impatto energetico. In base agli scenari energetici AIEE, le principali variabili esogene sono quelle demografiche ed economiche. In Italia sono stati indicati tre cause fondamentali di difficoltà interna¹⁸: il lentissimo recupero dei consumi privati, la pesante crisi industriale iniziata nel 2008 e la fiacca dinamica degli investimenti. A ciò si aggiungono i quadri congiunturali internazionali come la Brexit, le tensioni del quadrante medio orientale, il rallentamento delle economie asiatiche e le recessioni dei paesi esportatori di

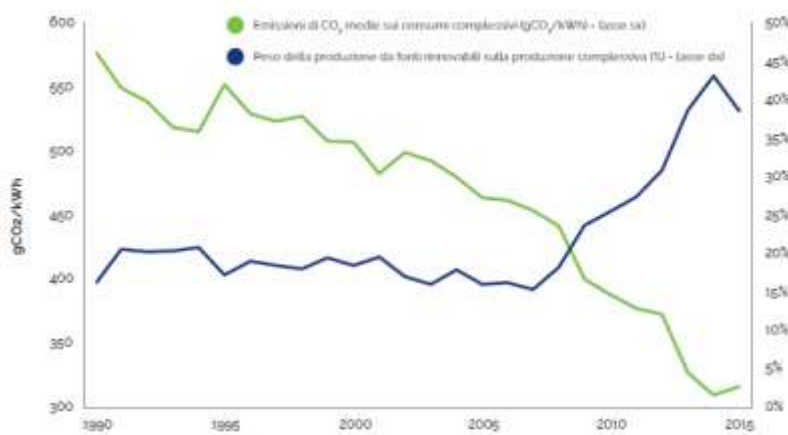
¹⁶ [Cfr. \(Commissione Europea, 2016\).](#)

¹⁷ [Elaborazione su dati \(Commissione Europea, 2016\), Elaborazione su dati \(Commissione Europea, 2016\).](#)

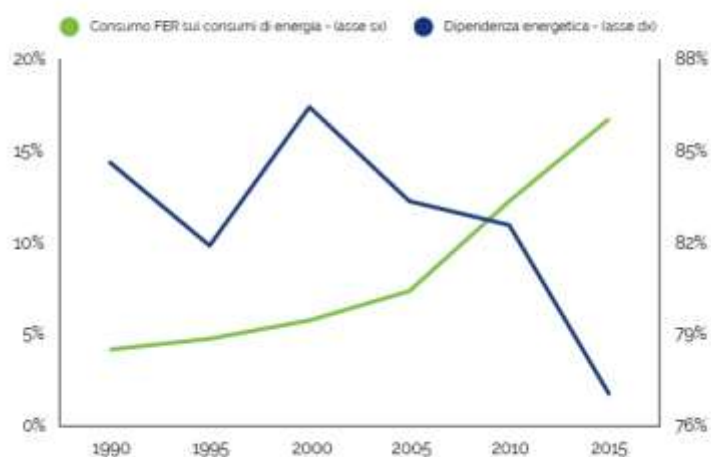
¹⁸ [Vedi \(ISPRA, 2016\), Vedi \(Commissione Europea, 2016\).](#)

materie prime. Per il 2020-2030 si prevede una leggera accelerazione dell'attività economica sino al 1,0% annuo.

L'incremento della produzione di energia da fonti rinnovabili è stato uno dei fattori di riduzione dell'emissioni di anidride carbonica rilasciata in Italia dal settore elettrico: l'obiettivo dell'Unione Europea è quello di ridurre le emissioni di gas serra dell'80-95% entro il 2050¹⁹. L'elettricità è il vettore fondamentale per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione: in Italia dal 1990 ad oggi le emissioni complessive di anidride carbonica nel settore energetico sono diminuite di oltre il 26% e quelle per chilowattora consumato di oltre il 45%.



Andamento delle emissioni di CO₂ e penetrazione delle FER nella produzione elettrica. Elaborazione Elettricità Futura su dati TERNA e ISPRA - 2016



Dipendenza energetica e consumo FER su consumi di energia in Italia. Elaborazione Elettricità Futura su dati Eurostat - 2016

Figura 9: Andamento delle emissioni di CO₂ e del consumo di FER in Italia

L'utilizzo di impianti ad alta efficienza per la produzione di energia elettrica contribuisce alla decarbonizzazione e alla riduzione dei consumi di materie prime.

¹⁹ <http://qualenergia.it/pro/wp-content/uploads/2017/06/manifesto.pdf>



Nel 2050 la metà della domanda di nuova mobilità sarà elettrica: infatti la diffusione dei veicoli elettrici consentirà di ridurre drasticamente le emissioni di CO₂ e di inquinanti nel trasporto pubblico e privato.²⁰

Grazie al lavoro di bilancio svolto periodicamente dal Ministero dello Sviluppo Economico in Italia, possiamo avere annualmente dati precisi riguardo il Bilancio Energetico Nazionale (BEN) della nostra nazione. **Il Bilancio Energetico Nazionale**, infatti, **consiste in una raccolta di informazioni su come viene prodotta l'energia e su come viene utilizzata in un Paese nell'arco di un anno**. Come tutti i bilanci, anche il bilancio energetico raccoglie informazioni sulle entrate e sulle uscite, in questo caso di energia. L'energia messa a disposizione da petrolio, carbone, gas naturale, rinnovabili e le altre fonti del BEN, viene espressa con la stessa unità di misura – la tonnellata equivalente di petrolio (tep) – che rappresenta la quantità di energia rilasciata dalla combustione di una tonnellata di petrolio grezzo. **La principale informazione contenuta nel BEN è la disponibilità di energia totale di un Paese in un anno**, chiamata anche consumo primario di energia o di fonti primarie. Questi dati indicano quanta energia ha a disposizione un Paese per essere consumata direttamente (ad esempio l'energia elettrica importata o prodotta dalle centrali idroelettriche), o per essere trasformata in prodotti derivati da mandare successivamente al mercato del consumo finale (ad esempio il petrolio, che va poi alle raffinerie per essere trasformato in benzina e gasolio), o, infine, per essere trasformata in energia elettrica (ad esempio i combustibili fossili utilizzati dalle centrali termoelettriche per produrre elettricità). Il Bilancio Energetico Nazionale, inoltre, ci **indica come un Paese impiega le fonti primarie a disposizione**, cioè ci dà informazioni sui **consumi finali di energia**. Parte dell'energia disponibile come fonte primaria, infatti, deve essere opportunamente trasformata prima di poter essere utilizzata; ad esempio, una parte di energia rinnovabile viene impiegata per produrre energia elettrica. Passando dai consumi primari ai consumi finali di energia, quindi, cambia la composizione delle fonti di energia, poiché diminuiscono, ad esempio, le quantità di combustibili fossili e aumentano quelle di energia elettrica. I consumi finali di energia comprendono i consumi del settore civile, dei trasporti, dell'agricoltura, dell'industria, gli usi non energetici e i bunkeraggi. L'attività di

²⁰ [Rapporto IEA "Electric & Plug-In Hybridvehicles Roadmap" - 2016.](#)

bunkeraggio consiste nel rifornimento dei prodotti petroliferi alle navi per i propri consumi (motore di propulsione e motori per la produzione dell'energia di bordo).

I consumi primari di energia sono quindi dati dalla somma dei consumi finali di energia, delle trasformazioni in energia elettrica e dei consumi e perdite del settore energetico.

1.3.1 Domanda di energia primaria

Il consumo interno lordo nel 2015 è risultato pari a 156,2 Mtep²¹: nonostante l'incremento del 2015, **l'Italia mostra livelli di consumo paragonabili a quelli della prima metà degli anni Novanta.** Diversa è la struttura di consumo per fonte energetica: il peso delle fonti fossili si è ridotto da 94% nel 1990 a 80% nel 2015, con un apporto sempre più importante del gas naturale a discapito del petrolio. In costante crescita la quota di consumo delle fonti rinnovabili: da 4,2% nel 1990, in cui erano predominanti l'energia idroelettrica e quella geotermica con oltre il 40% ciascuna, a 16,8% nel 2015, in cui circa un terzo del consumo interno lordo è rappresentato dalle biomasse solide, seguito da energia geotermica (20,8%) ed energia idroelettrica (14,9%). In aumento anche l'energia elettrica. In termini assoluti, nel 2015 il consumo di petrolio è stato di 57,2 Mtep, seguito dal gas naturale con 55,3 Mtep e dalle fonti rinnovabili con 26,3 Mtep.

Il mix energetico italiano è riportato nella Figura 2.2: petrolio e gas naturale risultano essere le principali fonti energetiche, con oltre il 35% di soddisfacimento della domanda di energia, seguite dalle fonti rinnovabili con una quota di 16,8%.

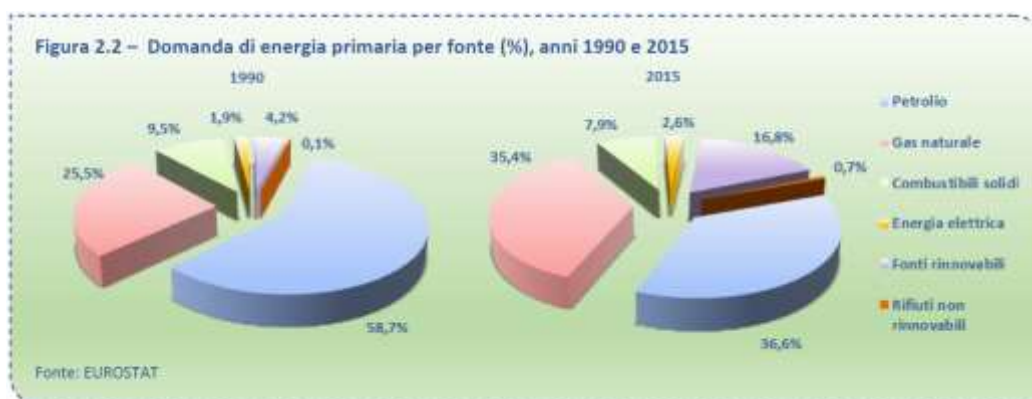


Figura 10: Domanda di energia primaria nel 1990 e nel 2015

Rispetto al 1990, l'apporto del petrolio è calato di oltre venti punti percentuali, a vantaggio in particolare di gas naturale, la cui quota è cresciuta di circa il 10%, e fonti rinnovabili, il cui apporto al mix energetico italiano si è quadruplicato nell'arco degli ultimi 25 anni.

²¹ <http://www.enea.it/it/seguici/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2017.pdf>

1.3.2 Produzione di energia elettrica

Nel 2015 la domanda di energia elettrica è stata pari a 316,9 TWh, registrando un incremento di 2,0% rispetto al 2014. Tale richiesta di energia elettrica è stata soddisfatta dalla produzione nazionale destinata ai consumi, per una quota di 85,4%, pari a 270,5 TWh (+1,4% rispetto al 2014) e dalle importazioni nette per il 14,6%, pari a 46,4 TWh (+6,1% rispetto all'anno precedente).

Nel 2015 l'utilizzo delle fonti rinnovabili (bioenergie, idrica, eolica e fotovoltaica) nella produzione di energia elettrica ha subito una contrazione, -10,5% rispetto al 2014, a causa delle condizioni climatiche difficilmente prevedibili: la produzione da fonte idrica si è ridotta di 22,0% e da fonte eolica di -2,5%. In crescita la produzione di energia elettrica da bioenergie, pari a 19,4 TWh con +3,5% rispetto al 2014, e da fotovoltaico, pari a 22,9 TWh con +2,9%. La generazione termoelettrica ha avuto un incremento del 9,4%, con una produzione di 182,9 TWh, pari a 67,1% della produzione totale (62,1% nel 2014), sopperendo al minor apporto della produzione da fonte idrica. Sono aumentati gli scambi di energia elettrica con l'estero, sia in import (+8,8%) sia in export (+47,5%), registrando un +6,1% per le importazioni nette. Le perdite di rete sono state pari a 19,7 TWh, 6,2% della richiesta complessiva, con un incremento dell'1,4% rispetto al 2014. La domanda di energia per abitanti in Italia, si colloca al di sotto della media dei 28 paesi dell'Unione Europea e dei 19 Paesi che hanno adottato l'euro.

1.3.3 Impieghi finali di energia

Nel 2015 gli impieghi finali di energia sono stati pari a 123,0 Mtep con un incremento di 2,1% rispetto al 2014 e in controtendenza rispetto agli ultimi anni, caratterizzati da un calo di 3,3% annuo nel periodo 2010-2014. La Figura 2.5 evidenzia come **il consumo energetico finale italiano sia tornato sui livelli di consumo dei primi anni Novanta**: nel periodo 1990-2005, tutti i settori hanno avuto consumi energetici tendenzialmente crescenti, cui è seguita una fase di decrescita costante per l'industria, ad eccezione del 2010, e altalenante per gli altri settori.

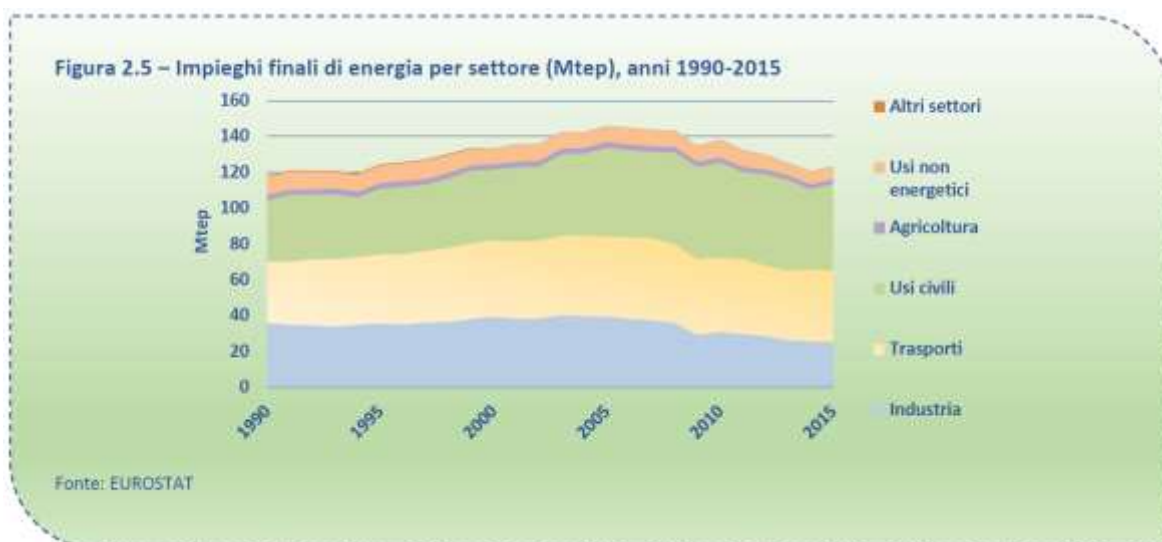


Figura 11: Impieghi finali di energia dal 1990 al 2015

A livello settoriale, il settore civile ha registrato il tasso di crescita più elevato, determinato principalmente dalla crescita del settore servizi: nel 2015 il consumo energetico è stato di 48,4 Mtep, in crescita di 8,2% rispetto al 2014. **Il settore industriale nel 2015 ha confermato il calo dei consumi dell'ultimo decennio,** ed accentuato dalla crisi: il consumo del settore è stato pari a 25,5 Mtep, -0,6% rispetto al 2014 e -31,9% nel periodo 2007-2015. **Il settore trasporti nel 2015 ha consumato 39,5 Mtep di energia, registrando una contrazione dei consumi di 1,4% rispetto al 2014** e realizzando nel periodo 1990-2015 un incremento di 15,5%. In controtendenza rispetto agli ultimi anni, **il settore agricoltura ha avuto un incremento dei consumi energetici di 2,7% rispetto al 2014** assestandosi su un consumo di 2,9 Mtep nel 2015 (-8,3% nel periodo 1990-2015).

1.3.4 Consumi di energia elettrica

Dal 2015 c'è stato un incremento del consumo finale di energia elettrica. Tutti i settori hanno registrato una crescita dei consumi ad eccezione dell'industria, per cui si è osservata una contrazione di 0,3%. Il settore trainante è stato quello dei servizi, che con un incremento di 3,8% ha superato i 100 TWh di consumo di energia elettrica, seguito dal domestico con un consumo pari a 66,2 Mtep (+3,0% rispetto allo 2014). Gli incrementi maggiori sono stati osservati per il settore agricoltura, +5,9%, e per il settore trasporti, +5,5% rispetto all'anno precedente, ma presentano consumi marginali di energia elettrica: 5,7 Mtep e 7,2 Mtep, rispettivamente.

1.3.5 Impieghi finali di energia per abitante nei Paesi dell'Unione Europea

Gli impieghi finali di energia per abitante dell'Italia presentano valori inferiori alla media, sia dei Paesi UE28 sia rispetto alla media dei Paesi della Zona Euro (Figura 2.7), confermando quanto già emerso in precedenza per la domanda di energia. La Spagna evidenzia valori inferiori tra le principali economie europee e dal 2015 presenta un andamento simile all'Italia.

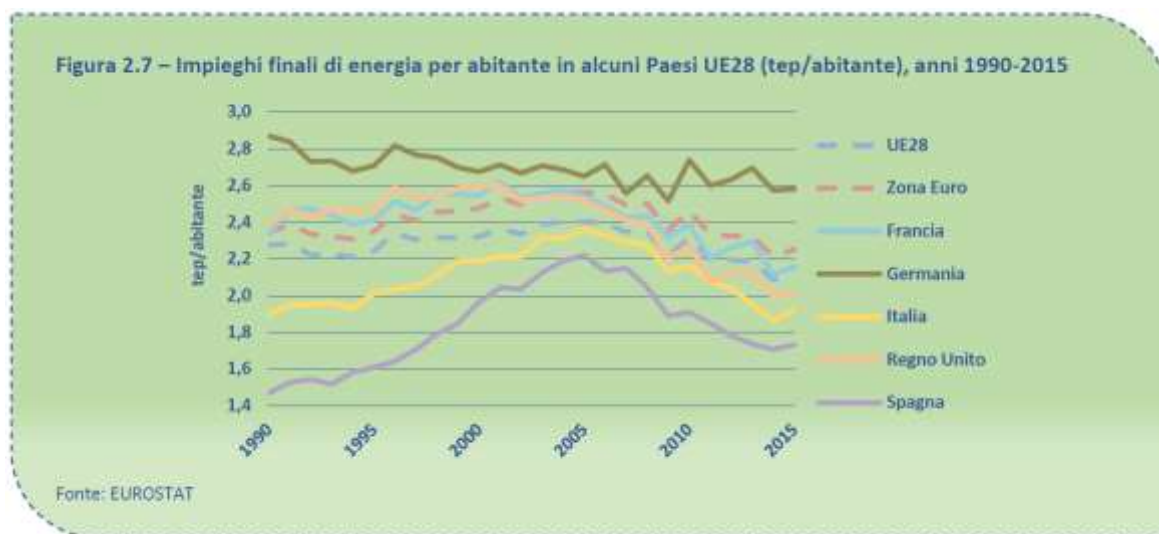


Figura 12: Impieghi finali di energia nei Paesi UE28 dal 1990 al 2015

1.3.6 Impieghi finali di energia nell'industria

La riduzione ha riguardato tutte le fonti energetiche: in particolare nel periodo 2007-2015 il consumo energetico di prodotti petroliferi e combustibili solidi si è ridotto di oltre il 50%, per il gas naturale si è osservata una riduzione di oltre il 30% e di oltre il 20% per l'energia elettrica. In calo anche il consumo energetico di calore, -4,9%, mentre sono in crescita le fonti rinnovabili e i rifiuti non rinnovabili, ma il loro contributo al consumo complessivo è marginale. Tale andamento dei consumi ha modificato il mix energetico utilizzato dal settore industriale: il gas naturale non è più la principale fonte energetica con una quota di consumi energetici soddisfatta pari a 33,2% (nel 1990 era 38,8%) perché è stata superata dall'energia elettrica con una quota pari a 35,9% (nel 1990 era 26,7%). Le altre fonti fossili hanno visto il loro peso ridursi della metà: i prodotti petroliferi sono passati dal 22,6% del 1990 al 10,9% del 2015, i combustibili solidi dal 11,3% del 1990 al 6,7% del 2015.

In generale, si è osservata una fase di sviluppo fino ai primi anni 2000, seguita da una fase di flessione accentuata negli anni della crisi economica, con picco negativo nel 2009, anche

se con modalità differenti tra i vari settori. Nel periodo 2007-2015 per tutti i settori industriali si è avuta una riduzione dei consumi oltre il 30%, ad eccezione di alimentare e carta per cui i cali sono stati, rispettivamente, di 15,1% e 16,4%: la carta è l'unico settore che sembra dare segni di ripresa: nel 2015 ha registrato una crescita dei consumi di 5,7%, confermando il +11,1% del precedente anno. In particolare, nel 2015 per quasi tutti i settori si è osservata una riduzione dei consumi rispetto al 2014.

I settori ad alta intensità energetica assorbono oltre il 60% dei consumi finali dell'industria, ma presentano un consumo finale in calo negli ultimi anni. In particolare, nel 2015 circa un quinto del consumo totale dell'industria è stato consumato dalla metallurgia, seguito dai minerali non metalliferi e dalla chimica. Gli altri settori industriali assorbono meno del 10% del consumo finale complessivo, ad eccezione della meccanica, 14,7%, e del settore alimentare, 10,6%. (Figura 2.11).



Figura 13: Consumo energetico nell'industria nel 2015

1.4 Posizionamento di Enel nel settore dell'energia

L'azienda ENEL S.p.a. (originariamente sorta con l'acronimo di Ente nazionale per l'energia elettrica) **sorge in seguito ad un'approvazione di un decreto legislativo²²**, contenente un provvedimento di nazionalizzazione del sistema elettrico, **con l'obiettivo di soddisfare la crescente domanda di energia**, nel 1962, ovvero nel mezzo del cosiddetto "miracolo economico" italiano. Ad Enel viene affidato il compito di esercitare le attività di produzione, trasformazione e distribuzione di energia elettrica in Italia.

Enel inizia la propria attività nel 1963, acquisendo molteplici piccole imprese elettriche italiane allora esistenti. Una delle prime unità operative costituite dall'Enel fu il Centro Nazionale di Dispacciamento di Roma, che ha il compito di gestire gli impianti di produzione, la rete di trasmissione e l'interconnessione con l'estero.

²² <http://www.radioradicale.it/storia-di-enel-dal-1962-ai-nostri-giorni>

Gli anni compresi dal 1968 e il 1972 sono gli anni di maggiore crescita ed espansione dei Enel, la quale, secondo quanto affermato da Mediobanca, diviene proprio in quegli anni, **la seconda industria italiana per fatturato dopo la Fiat**.

Durante il periodo delle crisi petrolifere degli anni 1970/ 1980 , Enel programma la realizzazione di nuovi impianti nucleari, per ridurre la dipendenza dal petrolio, e l'avvio di diversi impianti idroelettrici in diverse regioni strategiche d'Italia.

Nel corso della prima metà degli anni 1980 l'Ente accresce sempre di più il proprio interesse verso le risorse rinnovabili, inaugurando di fatti nel 1984 due centrali alimentate unicamente da fonti energetiche rinnovabili: la centrale eolica dell'Alta Nurra e la centrale fotovoltaica dell'isola di Vulcano.

Il 1992 è un anno di profondo cambiamento per l'Enel, la quale **si trasforma da Ente a Società per Azioni** (acquisendo per l'appunto l'acronimo di Enel Spa), simbolo del primo passo verso la privatizzazione. Nello stesso anno, sempre secondo indagini condotte da Mediobanca, **Enel diviene la prima società italiana per fatturato**. Al mutamento della ragione sociale di Enel seguono altre due marcate novità: la liberalizzazione del settore elettrico e la quotazione in Borsa.

Sempre nel corso del 1990 vengono inaugurati nuovi impianti da fonti rinnovabili, a dimostrazione dei notevoli investimenti che l'azienda ha compiuto verso queste nuove fonti di energia: una centrale solare fotovoltaica da 3 MW, la più grande in esercizio nel mondo, realizzata a Serre Persano, e diverse centrali eoliche vengono messe in esercizio a Frosolone e Collarmele.

Verso la fine del 1990 Enel diviene una vera e propria holding industriale: dal gruppo infatti nascono nuove società diversificate, operanti in molteplici aree di business. Nel 1998 infatti Wind, società di telecomunicazioni di proprietà di Enel, vince la gara per ottenere la concessione di telefonia mobile, diventando così il terzo gestore nazionale.

Nel 1999 col decreto Bersani viene approvato il decreto di liberalizzazione del mercato elettrico: tale riforma prevede, nel caso di Enel, la separazione societaria per le attività di produzione, distribuzione e vendita ai clienti "idonei", e l'obbligo di ridurre la propria capacità produttiva. A tal fine nascono nello stesso anno diverse subholding di Enel, ciascuna specializzata in una determinata area di business, tra le quali emergono Enel Produzione, Enel Distribuzione e Terna. Inoltre, sempre nel medesimo periodo viene avviata la privatizzazione dell'Enel, collocando sul mercato oltre 3,8 miliardi di azioni ordinarie, pari a circa il 31% dell'intero capitale sociale dell'Azienda: tale operazione viene definita la più grande offerta pubblica in Europa e la seconda al mondo, sia per valore che per numero di sottoscrittori.

Negli anni 2000 Enel continua il proprio percorso di espansione, concludendo l'11 Ottobre un accordo con Vodafone per l'acquisizione di Infostrada. Successivamente, la fusione tra Wind (controllata di Enel) e Infostrada darà vita a un nuovo gruppo che, con oltre 17 milioni di clienti di telefonia fissa, mobile e Internet, diverrà proprio il secondo operatore di telecomunicazioni in Italia. Nel 2002 Enel completa il suo piano di riduzione della propria capacità produttiva, prevista dal Decreto Bersani, cedendo completamente le azioni di Interpower alla Newco.

Nel decennio che va **dal 2000 al 2010** si è assistito ad una **progressiva internazionalizzazione di Enel attraverso molteplici acquisizioni e fusioni**.

Secondo un recente articolo del Sole24Ore, **Enel è considerata ancora oggi la maggiore azienda fornitrice di energia elettrica in Italia** e la seconda utility quotata in Europa per capacità installata, arrivando a conseguire nel 2015 ricavi per 75,7 miliardi di euro²³.

La sua struttura organizzativa è attualmente basata su una *matrice Divisioni/Geografie*²⁴, mettendo quindi in evidenza rispettivamente le primarie Funzioni di Enel e le principali aree geografiche in cui essa opera.

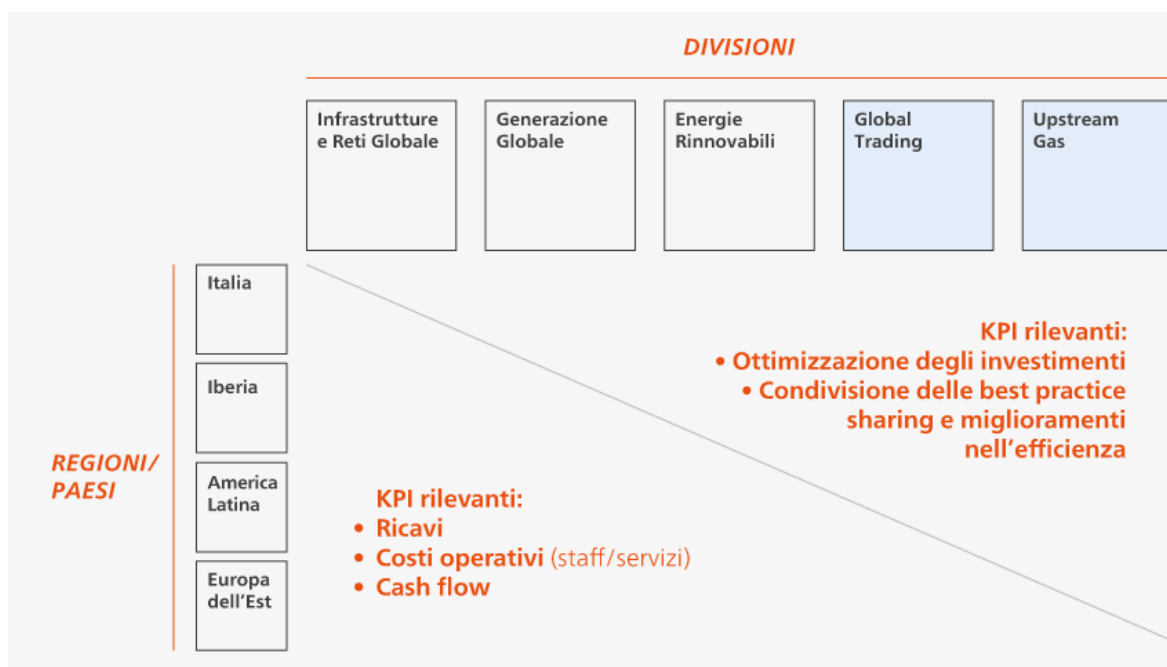


Figura 14: Matrice Divisioni/Geografie

Con riguardo al primo aspetto, **Enel si suddivide in 5 funzioni:**

- *Generazione Globale*: si occupa della produzione e vendita di energia elettrica in Italia, della generazione di impianti termoelettrici e idroelettrici programmabili sul territorio italiano (tramite Enel Produzione e altre società minori), e dello svolgimento di le attività commerciali in Italia, con l'obiettivo ultimodi implementare un'offerta integrata di prodotti e di servizi per il mercato finale di energia elettrica e gas.
- *Infrastrutture e Reti*: è affidata la gestione della distribuzione di energia elettrica (Enel Distribuzione) e dell'illuminazione pubblica e artistica (Enel Sole) in Italia.
- *Energie Rinnovabili*: ha il ruolo di sviluppare e gestire le attività di generazione dell'energia da fonti rinnovabili. Tale compito viene svolto in compartecipazione con l'azienda Enel Green Power, successivamente alla sua acquisizione avvenuta nel 2015.

²³ <http://argomenti.ilsole24ore.com/enel.html>

²⁴ <http://annualreport2014.enel.com/it/relazione-sulla-gestione/modello-organizzativo-di-enel>

- *Global Trading*: fornisce alle società del gruppo Enel e a clienti i prodotti impiegati nell'alimentazione di centrali termoelettriche e i servizi di ottimizzazione della produzione di energia e di distribuzione.
- *Upstream Gas*: si occupa di investimenti nelle attività di esplorazione, produzione, e sviluppo delle infrastrutture di trasporto del gas.

Riguardo alle subholding situate nelle Regioni/Paesi in cui l'Azienda opera (precisamente America Latina, Iberia e Europa dell'Est), ad essi è affidato il compito di gestire la presenza del Gruppo Enel con gli organi e le autorità regolatrici locali, nonché le attività di produzione e vendita di energia elettrica e gas.

1.4.1 Fusioni & acquisizioni

Negli anni 2000 Enel avvia un progetto di espansione globale, attraverso molteplici operazioni di M&A.

Nel 2000 Enel si espande nel mercato negli States, acquisendo, tramite la controllata Erga, l'azienda **Chi Energy**, primo produttore indipendente di energia alternativa negli Stati Uniti²⁵. L'allora presidente di Enel, Chicco Testa, infatti, commentò che l'operazione Chi Energy testimoniava la volontà del gruppo di non rimanere nei "confini nazionali". L'acquisizione dell'operatore statunitense, secondo Testa, era «importante non solo dal punto di vista delle prospettive di crescita del mercato Usa, ma anche perché rappresentava un ponte di collegamento per il Canada e per il Sudamerica».

Successivamente, **nel 2001, L'Enel avvia due importanti operazioni:**

- **L'acquisto del 100% del capitale di Viesgo**²⁶, società controllata di Endesa e operante sul mercato spagnolo della produzione e distribuzione di energia elettrica. Con quest'operazione Enel inizia ad estender il suo nome anche nella penisola Iberica, operando in un mercato dell'energia elettrica caratterizzato da un tasso di crescita della domanda tra i maggiori d'Europa.
- **L'acquisizione**, d'intesa con France Telecom, **del 100% di Infostrada**, da Vodafone, per circa 11 miliardi di euro²⁷. A seguito di tale acquisizione, Infostrada verrà prima fusa con Wind e successivamente sarà quotata nella Borsa di Milano. Da tale fusione nacque quindi un nuovo leader italiano delle telecomunicazioni.

Nel Settembre 2004 Enel entra a far parte del Dow Jones Sustainability Index World²⁸, indice borsistico che valuta le performance finanziarie delle compagnie mondiali in base a

²⁵ <http://www.ilsole24ore.com/fc?cmd=art&codid=22.0.54259217&chId=14>

²⁶ <http://www.wallstreetitalia.com/energia-enel-sbarca-in-spagna-e-prende-viesgo/>

²⁷ <http://www.repubblica.it/online/economia/wind/compra/compra.html>

²⁸ <http://www.dea.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid249655.pdf>

principi di sostenibilità economica. Tale include le aziende leader mondiali nel campo della sostenibilità²⁹.

Altra operazione chiave adoperata da Enel fu nel 2007, quando l'Impresa avviò **l'operazione di acquisizione della utility iberica Endesa³⁰**, arrivando a raggiungere il pieno controllo del Gruppo spagnolo nel 2009, dopo quasi 3 anni di trattative. L'allora ad di Enel, Fulvio Conti, commentò così i benefici di tale operazione: «Enel e Endesa potranno accelerare il processo di sinergie industriali e di mercato a beneficio di tutti i clienti e a vantaggio di tutti gli azionisti». Nasce così, da tale operazione, un “super gruppo elettrico”, presente in 22 Paesi e secondo in Europa per potenza installata.

Infine, una delle più recenti e rilevanti operazioni di M&A effettuata da Enel è stata **la fusione con Enel Green Power (EGP)³¹**, avvenuta **nel 2015**. Operazione che è avvenuta in un momento negativo per l'Azienda, la quale stava attraversando un trend in lieve ribasso sul mercato, mentre, dal lato opposto, Egp si stava gradualmente espandendo anche sullo scenario globale internazionale. L'amministratore delegato Francesco Starace ha sostenuto tale operazione riconoscendo Egp un leader a livello globale, con una pipeline altamente diversificata e un'elevata qualità negli asset rinnovabili e nella capacità di sviluppo. Tale integrazione ha consentito anche l'adozione nel gruppo Enel delle best practise di Egp. Con particolare riguardo a quest'ultima operazione di M&A, si tornerà a parlare nel terzo capitolo.

1.4.2 Enel si consolida all'estero

Il gruppo Enel negli ultimi quattro anni ha consolidato la sua presenza in aree in cui già operava, soprattutto America Latina ed ha fatto il suo ingresso in paesi in cui non era presente: Sud Africa, Marocco, Kenya, Zambia, Messico, India, Indonesia, Germania³². Oggi il gruppo è una delle realtà più forti a livello globale sulle fonti di generazione di energia non tradizionali: 11 gigawatt di capacità installata tra solare, eolico, geotermico, che arrivano a 36 GW se si includono anche gli impianti idroelettrici, e una presenza in 19 Paesi.

Come precedentemente anticipato, **Enel ha fatto il primo passo verso l'internazionalizzazione a metà degli anni 2000 con l'acquisizione di Endesa** che le ha dato un importante posizionamento sul mercato spagnolo e in America Latina.

In seguito, Enel si è focalizzata sullo sviluppo delle rinnovabili³³, attraverso un modello che faceva perno sul contributo della filiera italiana (e non solo di quella) e sul ruolo di

²⁹ <http://www.borsaitaliana.it/borsa/finanza-etica/indici-etici/scheda/djsi-world-composite.html?lang=it>

³⁰ http://www.corriere.it/economia/09 febbraio 21/enel conquista endesa dossena fcbcd4d8-fff0-11dd-a585-00144f02aabc.shtml?refresh_ce-cp

³¹ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-11-19/enel-maxi-riassetto-e-fusione-egp--094153.shtml?uuid=AC2KFIdB>

³² <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-04-18/enel-spinge-pmi-sviluppo-estero-063609.shtml?uuid=AE3Jwu6>

³³ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-04-18/enel-spinge-pmi-sviluppo-estero-063609.shtml?uuid=AE3Jwu6>

capofila che l'azienda elettrica si sarebbe assunta per supportare la crescita all'estero delle Pmi che operano nel settore.

L'indotto che ruota attorno ad Enel è composto da aziende, sia partner che fornitori, che installano gli impianti solari, eolici, producono inverter e operano in ingegneria delle costruzioni. **Oggi sono circa una decina le PMI che hanno seguito l'azienda italiana all'estero in questo comparto.**

Enel si definisce “Open Power” ovvero una realtà aperta, globale e fortemente innovativa. In appena cinque anni, Enel Green Power ha incrementato rapidamente le sue performance ed si è introdotta in mercati del tutto nuovi per il mondo delle energie rinnovabili.

Nel giugno 2016 il Gruppo si è aggiudicato il diritto di costruire e gestire l'impianto fotovoltaico solare da 34 MW di Mosi-oa-Tunya, in **Zambia**, con il programma Scaling Solar, uno dei migliori progetti di espansione delle rinnovabili in Africa promosso dalla Banca Mondiale. **In Perù** la Divisione Rinnovabili di Enel sarà presto l'unica azienda a gestire impianti di tre diverse tecnologie rinnovabili grazie all'aggiudicazione di un totale di 326 MW.

Il Gruppo ha inoltre ottenuto **in Marocco** il diritto di sviluppare, costruire e gestire cinque progetti eolici con una capacità installata totale di 850 MW, in consorzio con Nareva Holding e Siemens Wind Power.³⁴

Dal punto di vista geografico, **i prossimi investimenti saranno incentrati soprattutto verso l'Etiopia, l'Australia e il Nord Europa**, mentre in India, la società mira al consolidamento della propria presenza ed al rafforzamento della propria forza competitiva.

³⁴ <https://corporate.enel.it/it/carriere/a201610-lavorare-in-enel.html>

SECONDO CAPITOLO:

LE OPERAZIONI DI M&A

2.1 Le motivazioni di M&A: Punti di Forza e di Debolezza

Le operazioni di **M&A (Mergers&Acquisition)**, ovvero operazioni di acquisizione e fusione di società, rappresentano una delle principali strategie di crescita adoperate dalle imprese. Tali operazioni possono essere anche definite come processi di crescita esterna tramite i quali un'impresa ottiene le capacità e le risorse necessarie per implementare una certa strategia, acquisendo un'altra impresa già avviata.

Tale tipologia di strategia appartiene al novero delle cosiddette “Operazioni Straordinarie”, le quali si tripartiscono nelle seguenti categorie:

- Trasformazioni
- Fusioni
- Scissioni

La categoria straordinaria delle Fusioni si suddivide a sua volta in due forme di fusione:

1. **Fusione in senso stretto**, eseguita mediante la costituzione di una nuova società in cui vengono unificate le società preesistenti. Con tale operazione, le società partecipanti alla fusione cessano la loro esistenza giuridica, conferendo i loro patrimoni in una nuova società.
2. **Fusione per incorporazione**, ovvero *l'Acquisizione*, nella quale una società già esistente incorpora una o più altre società. *L'Acquisition* è quindi una forma di fusione in cui una società (l'incorporante) mantiene la propria identità giuridica, annettendo altre società che cessano di esistere: in questo caso quindi non nasce una nuova società³⁵.

Un recente articolo del Sole24Ore definì l'acronimo Mergers&Acquisition come tutte quelle operazioni finalizzate all'acquisizione, da parte di una società (definita «predatore»), e al controllo di un'altra impresa (definita «preda»)³⁶.

La *crescita*, di per sé, rappresenta un fattore fisiologico presente nel DNA di tutte le imprese e le acquisizioni possono essere considerate un modo per velocizzare i tempi di tale crescita. A difesa di quanto appena detto, le imprese tendono a prediligere questa determinata strategia di crescita, in quanto essa consente di conseguire più rapidamente ed efficientemente l'obiettivo prestabilito dall'impresa, ed inoltre permette di individuare sul mercato aziende sottovalutate, le quali possono costituire una fonte di investimento.

In via generale, è possibile affermare che le operazioni di M&A consentono alle aziende di ottenere molteplici *benefici*, i quali rendono più semplice il raggiungimento di un determinato obiettivo economico fissato dall'impresa.

³⁵ M.Cian, *Manuale di Diritto Commerciale*, Sezione Quindicesima: LE OPERAZIONI STRAORDINARIE

³⁶ <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/ma.html>

I principali punti di forza di tali operazioni straordinarie sono dunque:

- Espansione, anche geografica, in altri mercati;
- Acquisizione di una tecnologia/prodotto altrimenti irrealizzabile;
- Aumento della massa critica (fatturato, margini, profitti);
- Eliminazione di un potenziale concorrente (inglobandolo);
- Ottenimento di molteplici benefici di natura finanziaria³⁷.

D'altro canto, però, le acquisizioni possono trasformarsi in un processo rischioso per l'azienda: la scelta di adoperare una tale strategia, infatti, a volte è dettata unicamente dal desiderio di crescere in termini dimensionali, oppure per ovviare ad una diversificazione del rischio, senza prestare la dovuta attenzione ai reali effetti sinergici che una tale decisione può apportare all'impresa. Talora, invece, si sceglie di approfittare di un'occasione all'apparenza conveniente, senza prendere le opportune considerazioni al riguardo, e le drastiche conseguenze, soprattutto culturali, che una tale tipologia di operazione può generare all'interno della Società.

Un altro errore comune che si commette è quello di puntare sulla fusione con le società più redditizie: non sempre tale strategia risulta ottimale, in quanto acquisire le aziende leader sul mercato significa anche dover vendere i propri prodotti sul mercato ad un prezzo più elevato, con il rischio che i consumatori non accolgano favorevolmente questa mutata strategia di pricing e, di conseguenza, col trovarsi ad avere una redditività e dei flussi di cassa più bassi rispetto a prima.

L'adozione di una strategia di M&A, dunque, non è una scelta facile né tantomeno veloce da implementare: è opportuno prendere le adeguate riflessioni, prima di decidere se avviare o meno un tale tipo di operazione, in quanto essa potrebbe apportare sì molteplici vantaggi all'impresa, ma vi sono anche diversi rischi che, se trascurati, potrebbero generare drastiche conseguenze.

Le attività di vendita o acquisto di una società, infatti, comportano l'unificazione di due realtà distinte in un unico ente, il quale si troverà a dover organizzare, integrare e gestire due entità in precedenza separate, e quindi magari composte da una diversa struttura organizzativa e da un differente apparato produttivo imprenditoriale. Per "Fusione e Acquisizione", quindi, si intende anche integrazione, totale o parziale, delle funzioni gestionali delle imprese coinvolte in un unico apparato organizzativo; ed è opportuno che tali imprese coinvolte nell'operazione di fusione, vengano gestite in modo ottimale, al fine di ottenere le desiderate sinergie ed economie di scala³⁸.

L'attività di M&A si articola quindi in molteplici operazioni manageriali e finanziarie realizzate da investitori istituzionali (private equity investors, venture capitalists, business angels) o soggetti industriali (imprenditori individuali, società di persone, società di capitali ecc.). Abbiamo quindi una varietà di operazioni di M&A, che possono differenziarsi per il procedimento o per la struttura organizzativa che viene posta in essere dalla società fusa o incorporante, ma che sono tutte accomunate da una caratteristica: sono

³⁷ <https://www.adviseonly.com/blog/investire/guida-al-risparmio/fusioni-acquisizioni-impatto-su-risparmiatori/>

³⁸ <http://www.studiolegalebellini.eu/merger-and-acquisitions/>

tutte opportunità di riorganizzazione/trasformazione della struttura e dimensione delle imprese partecipanti a tale tipo di operazioni.

Affinché le strategie di M&A vengano impiegate come un ottimale strumento competitivo, esse devono fondarsi su *motivazioni virtuose* e su obiettivi trasparenti, cercando di distaccarsi il più possibile dalle cosiddette *motivazioni rischiose*, le quali possono provocare drastiche conseguenze all'interno dell'azienda³⁹.

Di seguito sono illustrate, rispettivamente, tutte le motivazioni virtuose e rischiose che possono determinare o meno la scelta di implementare una strategia di M&A:

Tavola 1 • Possibili motivazioni sottostanti alla transazione	
Virtuose	Rischiose
Sinergie	Potere
Accrescimento quota mercato	Status
Taglio dei costi	Camuffamento
Diversificazione	Noia
Liberazione del valore attraverso <i>break-up</i>	Pressione esterna

Un processo di M&A non ottimale può sfociare in operazioni disastrose che distruggono il valore delle imprese coinvolte e che possono trasformare il *cacciatore* (impresa incorporante) in *preda*. Per evitare di incorrere in tali conseguenze, il management deve garantire ai soci e alla società stessa l'impiego efficiente delle risorse e che tale strategia di crescita assicurerà un incremento di valore della società sul mercato, tramite adeguati meccanismi di controllo e gestione su tutte le fasi del processo operativo che caratterizzano una operazione di M&A.

³⁹ http://www.equityfactory.ch/file/pubblicazioni/9-II_processo_di_MA.pdf

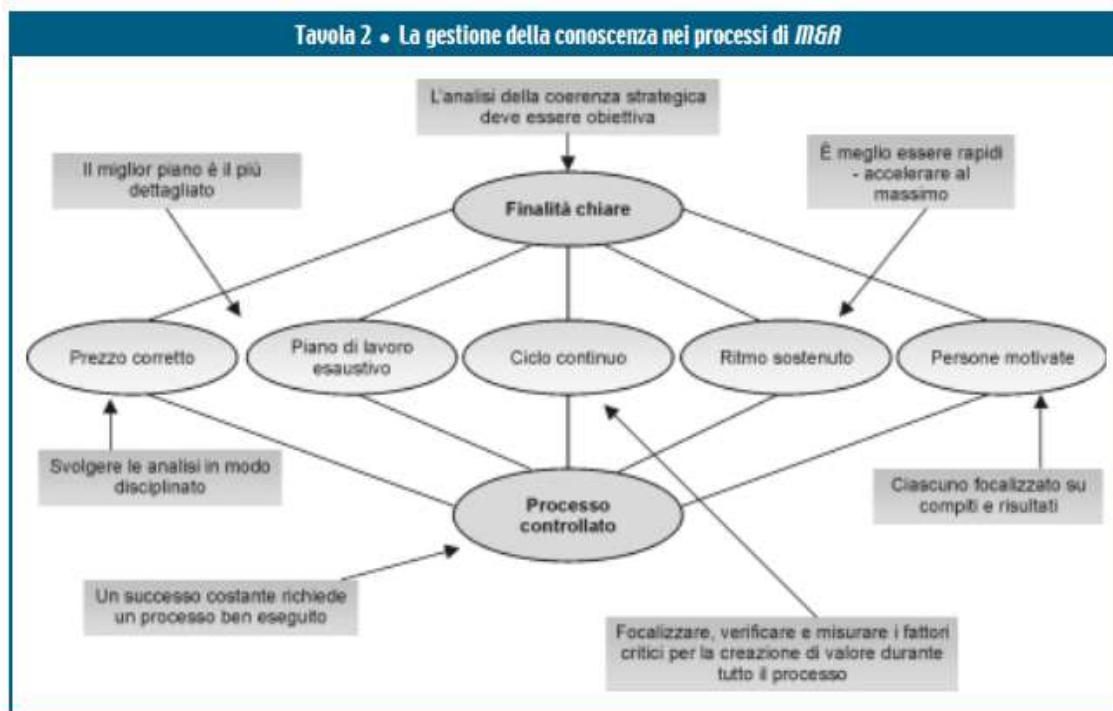


Figura 15: Gestione dei processi di M&A

Innanzitutto un'impresa deve avere una «**finalità chiara**»: il management deve spiegare le ragioni per le quali si decide di attuare una transazione e, inoltre, l'attività di M&A deve essere allineata con la strategia complessiva dell'impresa, adattando la strategia di M&A alle condizioni di mercato e agli obiettivi strategici della società.

Inoltre, il processo di transazione dev'essere un «**processo controllato**», composto quindi da un insieme di procedure finalizzate ad un ottimale gestione del flusso di tutte le attività connesse alla transazione.

Ciascuna transazione poi deve essere diretta da un soggetto responsabile di tutte le attività, il quale deve venir supportato da «**persone motivate**», specializzate nelle diverse aree funzionali dell'impresa (approvvigionamento, produzione, finanza). Riguardo tale ambito, le imprese di grandi dimensioni si servono di appositi team di M&A centralizzati i quali emettono propri giudizi inerenti a tale ordine di strategie, che vengono poi trasmessi all'Amministratore Delegato dell'azienda.

Il processo di M&A dev'essere poi caratterizzato da un «**piano esaustivo**», ovvero un piano dettagliato che determini le attività da svolgere ed i relativi responsabili; il piano deve specificare in che modo verranno gestiti i rischi collegati a tale tipo di operazione, e come verranno risolte le criticità dell'integrazione, al fine di creare valore.

Occorre specificare che i processi di M&A non sono dei procedimenti lineari, e che infatti essi hanno un «**ciclo di vita continuo**»: si può decidere di implementare un determinato piano di transazione, per poi mutare il proprio progetto nel corso dell'operazione, oppure durante il ciclo di vita della società nascente dalla fusione.

Nello svolgere tale ordine di operazioni, la velocità può fare la differenza: le imprese però possono conservare un «**ritmo sostenuto**», coinvolgendo attivamente dirigenti e

consiglieri e rispettando una predeterminata scaletta dei tempi, la quale specifichi, per ciascuna scadenza critica, i criteri da adottare per l'approvazione ed i relativi organi decisionali.

Le diverse operazioni straordinarie, dunque, rappresentano strumenti tramite i quali assicurare lo sviluppo aziendale, incrementare le dimensioni dell'impresa e rendere più efficiente l'apparato organizzativo societario, col fine ultimo di migliorare la propria posizione competitiva e generare valore, in un'ottica di massimizzazione del valore economico del complesso societario.

L'implementazione di una strategia di crescita richiede comunque il presupposto di avere ben chiari i vantaggi e gli svantaggi che un'operazione di M&A può recare nei confronti delle società coinvolte. La valutazione dei *benefici* e dei *rischi* conseguenti alle operazioni di M&A è intrinsecamente legata alle complessità, eccezionalità e dimensioni dell'operazione.

2.1.1 Benefici

Partendo con definire *i vantaggi* che un'operazione di M&A può apportare alle imprese, conviene innanzitutto elencare quali sono le motivazioni strategiche che spingono gli imprenditori ad avviare una tale strategia di crescita⁴⁰:

- Eliminazione delle inefficienze manageriali
- Economie di scala, di esperienza e di scopo
- Implementazione di risorse che, combinate tra loro, possono generare maggior valore all'impresa
- Diversificazione
- Sfruttamento di vantaggi fiscali
- Incremento di liquidità e di flussi di cassa
- Riduzione del costo dei finanziamenti

Bisogna ricordare che un'operazione straordinaria, produce beneficio quando il valore delle imprese risultante dall'operazione è maggiore della somma dei valori delle imprese coinvolte, cioè un'operazione straordinaria deve creare valore, rispondendo efficacemente ad esigenze di flessibilità, capacità adattativa, innovatività, ricerca di ridimensionamenti strategici, tali da consentire all'impresa di competere con successo nel proprio mercato d'operatività.

Per comprendere l'importanza che le operazioni di M&A rivestono in termini di **creazione del valore** bisogna innanzitutto analizzare le *sinergie* che possono derivare dal consolidamento e dall'unione di due o più imprese distinte.

⁴⁰ [Cfr., Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese"](#)

Secondo A. Rappaport⁴¹, si possono individuare tre livelli di benefici con conseguenti effetti di crescita del valore dell'impresa, congiuntamente all'incremento del potere di mercato risultante da una tale operazione:

- **Potere di mercato**, ovvero, secondo la teoria dei mercati concorrenziali, la capacità di fissare il prezzo al di sopra del costo marginale⁴².
- **Benefici operativi**, sinergie che consentono all'impresa di incrementare i flussi reddituali delle attività preesistenti e di immettere nuovi flussi in virtù di una crescita dimensionale, tramite un incremento nel controllo dei prezzi, un aumento dei tassi di crescita e lo sfruttamento di economie di scala.
- **Benefici finanziari**, derivante da un aumento dei flussi di cassa o da una diminuzione del costo del capitale
- **Vantaggi fiscali**, in termini di incentivi che favoriscono investimenti in stock di capitale fisico e capitale umano.

Al fine di comprendere appieno quali siano i *vantaggi* apportati dall'implementazione di una strategia di M&A, occorre analizzare in maniera più approfondita i singoli fattori sopra descritti⁴³.

1) POTERE DI MERCATO.

Le operazioni di M&A possono contribuire **ad accrescere il potere di mercato**, all'interno di uno o più settori, in due circostanze diverse:

- Quando una tale operazione consente all'impresa di accrescere la propria quota di mercato ad un livello così elevato da permettergli di raggiungere un potere monopolistico.
- Quando si verificano molteplici fusioni tra più imprese, nello stesso settore, riducendo in tal modo il numero delle unità operanti sul mercato, generando quindi un elevato grado di interdipendenza che agevoli comportamenti collusivi, producendo così profitti oligopolistici.

A condizione che ciò avvenga, però, l'acquirente deve necessariamente operare nello stesso mercato dell'impresa acquisita, commercializzando prodotti e servizi affini, o altamente fungibili.

⁴¹ Cfr., M. Snichelotto A. Pegoraro, "Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo", rivista n. 3 Febbraio 2009, Università di Verona

⁴² <http://www00.unibg.it/dati/corsi/3501/5181-indici.pdf>

⁴³ [Le operazioni di M&A, Prof. Fabio Pierantoni](#)

2) SINERGIE OPERATIVE

I benefici operativi rappresentano una fonte di valore primaria per le operazioni di Fusione/Acquisizione: tale tipologia di sinergia si manifesta principalmente tra imprese che operano in attività strettamente correlate tra loro, a livello di produzione, tecnologia o di mercato.

I benefici operativi sono riconducibili a due classi di fattori:

- *Fattori di differenziazione*, idonei a sviluppare l'immagine dell'impresa percepita dal mercato, tramite assistenza post-vendita, migliorando la qualità produttiva o attraverso l'ampliamento della gamma di prodotti/servizi offerti.
- *Cost driving factors*, ovvero i fattori trainanti che determinano una riduzione del costo del capitale, quali economie di scala, di gamma, di esperienza ed economie di integrazione.

3) SINERGIE FINANZIARIE

I benefici finanziari rappresentano una terza via di creazione del valore all'interno delle operazioni di M&A.

Sotto tale profilo, i vantaggi di un'operazione di fusione sono i seguenti:

- *Un miglioramento della posizione creditizia* delle imprese coinvolte: dopo un'aggregazione, infatti, l'impresa finanziariamente più debole può presentarsi ai creditori sociali vantando una maggiore garanzia, rispetto a prima, e quindi ricevere finanziamenti ad un costo di mercato inferiore.
- *Una riduzione del costo del capitale*, grazie ad una diminuzione del rischio operativo, in seguito all'implementazione di una strategia di diversificazione dell'attività di azienda, la quale infatti permette di ottenere prestiti ad un tasso inferiore e di remunerare il capitale di rischio a costi più bassi.

4) VARIABILI FISCALI

Quest'ultimo elemento di creazione del valore non è facilmente classificabile in specifici fattori, a differenza delle 3 precedenti modalità, in quanto le legislazioni cambiano da Paese a Paese e, all'interno dello stesso, variano nel tempo, ma, in via generale è possibile classificare due vantaggi tributari comuni a qualsiasi tipo di operazione di M&A:

- Possibilità di detrarre dagli utili, prodotti negli esercizi successivi, eventuali perdite pregresse dell'impresa acquisita.
- Possibilità di usufruire di rivalutazioni contabili inerenti alle attività immobilizzate, beneficiando di un maggior valore da ammortizzare.

Un approccio ottimale per poter determinare il contributo che un M&A apporta al valore dell'impresa può essere quello di **stimare l'impatto della decisione sui principali indicatori di redditività dell'impresa**, ovvero i parametri utilizzati dalle imprese per valutare e misurare le performance aziendali, e per riferire agli azionisti il conseguimento o meno degli obiettivi manageriali prefissati: ROE, ROI e EBITDA.

L'utilizzo di tali parametri è diffuso non solo nell'ambito di analisi consuntive e di breve periodo, ma anche nell'effettuare indagini prospettiche di medio/lungo termine, riguardanti progetti di investimento o valutazioni della convenienza economico-finanziaria di determinate strategie imprenditoriali.

Accanto a ciò, nella scelta se implementare o meno una certa operazione di M&A, occorre anche considerare le molteplici variabili che influenzano tale tipologia di accordi, quali:

- Il tipo di attività svolta da ognuna delle imprese partecipanti all'operazione di integrazione.
- L'ambiente, sia geografico che settoriale, in cui operano le imprese considerate.
- Le caratteristiche identificative di ciascuna azienda
- Le forme e le modalità con cui viene implementata un'operazione di Fusione/Acquisizione.

Nel grafico seguente sono elencati tutti i singoli fattori che occorre tener conto in qualsiasi tipologia di operazione di M&A.

Variabili che influenzano la complessità degli accordi

Tipo di attività oggetto dell'accordo	Tipo di ambiente in cui operano i partner e che coinvolge l'accordo	Caratteristiche dei partner	Forme tecniche dell'accordo e loro modalità di funzionamento (regole del gioco)
- obiettivi e risultati attesi da ogni partner; - numero e tipo di funzioni coinvolte; - numero e tipo di prodotti coinvolti; - numero e tipo di mercati coinvolti; - numero e tipo di paesi coinvolti; - numero e tipo di tecnologie coinvolte - similarità e dissimilarità delle risorse immesse nella cooperazione; - chiarezza del campo d'azione comune	- grado di stabilità, dinamicità, omogeneità e/o eterogeneità dell'ambiente; - evoluzione della domanda; - reazione dei consumatori; - azione dei concorrenti; - offerte di prodotti sostitutivi; - comportamento dei fornitori; - azioni delle pubbliche autorità	- numerosità dei partner; - nazionalità dei partner; - forze o debolezze dei partner nel campo di attività oggetto dell'accordo; - esperienza di cooperazione dei partner; - grado di conoscenza reciproca dei partner; - diversità aziendali e culturali tra i partner	- M&A - partecipazioni di minoranza; - joint venture; - consorzi; - GEIE; - franchising; - scambi di licenze; - countertrade; - accordi informali

Figura 16: Variabili trattate nelle operazioni di M&A

2.1.2 Rischi

Ai benefici sopra elencati, seguono anche molteplici *rischi* cui incorrono le imprese che decidono di adottare una tale strategia di integrazione. Queste operazioni di M&A, infatti, hanno alcune implicazioni che non sempre vengono prese in considerazione: la maggior parte dei dirigenti delle imprese coinvolte in questo tipo di operazioni, tendono a dare più importanza ai benefici connessi, quali la riduzione dei costi e le diverse sinergie discusse in precedenza, a dispetto del fattore «**cultura**», il quale, se trascurato, potrebbe influenzare negativamente o, nel peggior scenario, addirittura distruggere il valore dell'impresa risultante dalla fusione/acquisizione. Sempre più spesso, infatti, i CEO delle aziende coinvolte non prendono in considerazione questo fattore chiave, convinti che le culture delle loro imprese siano simili, e, quindi, facili da coniugare. Proprio queste errate assunzioni sono spesso la causa del fallimento delle operazioni di M&A. Le imprese coinvolte che sono incompatibili, dal punto di vista culturale, producono conseguenze negative all'interno della società fusa, come contrasti di opinioni tra le diverse aree di management, con un conseguente rischio di perdita delle performance aziendali, un processo di integrazione prolungato e disordinato, un calo della produttività e, nella peggiore delle ipotesi, il fallimento, con la conseguente scissione, della Società.

In sintesi, quindi, una fusione o acquisizione potrebbe inaspettatamente ridurre il valore delle imprese, anziché accrescerlo, a causa del cosiddetto “*culture clash*”⁴⁴.

In supporto di quanto appena detto, due autori, Nahavandi e Malekzadeh⁴⁵, hanno scritto un intero articolo riguardo l'importanza del fattore “cultura” in questo genere di operazioni, focalizzandosi sul processo di adattamento e di “*acculturation*” che avviene all'interno di una società derivante da una Fusione/Acquisizione. Essi hanno individuato nel tema “cultura” una fonte di possibile fallimento per le imprese: problemi come differenze negli stili manageriali, nelle caratteristiche personali di ciascun azienda, ostilità dei dipendenti nell'adattarsi alla cultura e ai metodi lavorativi dell'altra impresa coinvolta nella fusione, possono diventare ostacoli invalicabili, nel raggiungere sinergie positive. Per tale motivo, un fattore primario nel determinare il successo di una Fusione è l'«**acculturation**»: ovvero l'integrazione a livello manageriale e socio-culturale, il quale richiede un contatto reciproco tra i dipendenti delle diverse imprese coinvolte e, più in generale, tra i membri delle aziende.

Nel 1980, Berry definì l'*acculturation* come «cambiamenti indotti da due diversi sistemi imprenditoriali, derivanti dalla diffusione di elementi culturali in entrambe le direzioni».

⁴⁴ [“Integrating cultures after a merger” by Dale Stafford and Laura Miles](#)

⁴⁵ [“Acculturation in Mergers and Acquisition”, Afsaneh Nahavandi and Ali R. Malekzadeh](#)

L'*acculturation* si svolge in 4 diverse modalità:

- 1) **Integration.** Quando i membri dell'impresa acquisita vogliono preservare la propria cultura e identità, e desiderano rimanere autonomi e indipendenti. Questo tipo di *acculturation* conduce ad una assimilazione strutturale delle imprese coinvolte, ma non ad un'integrazione culturale. Nonostante l'*integration* implica un adattamento tra le due culture, essa non comporta una perdita dell'identità culturale, da parte di ciascuna delle due imprese. Di conseguenza, i dipendenti dell'azienda acquisita mantengono le proprie assunzioni, credenze, pratiche organizzative e il proprio metodo lavorativo che li rende unici. Questa modalità di *acculturation*, quindi, è possibile solo se l'impresa incorporante accetta di mantenere una certa indipendenza culturale con la società incorporata. Si può concludere perciò che in tale tipologia di acquisizione, nessun'impresa cerca di dominare l'altra.
- 2) **Assimilation.** A differenza dell'*integration*, l'*assimilation* è sempre un processo unilaterale, in cui un'impresa acquisita adotta l'identità e la cultura di quella acquirente. Ciò avviene generalmente quando i manager dell'azienda incorporata percepiscono che la cultura e i sistemi organizzativi aziendali sono disfunzionali, e che nel breve termine tali inefficienze potrebbero generare performance aziendali negative. Di conseguenza, per porre rimedio a ciò, tali imprese preferiscono venir completamente assorbite, cessando così di esistere come entità culturale.
- 3) **Separation.** Tale modalità avviene quando il management dell'impresa acquisita vuole preservare la propria cultura e il proprio sistema organizzativo, rifiutando così di venir assimilati con la società acquirente in qualsiasi forma o livello: i membri dell'azienda incorporata resistono quindi a qualsiasi forma di adattamento, rimanendo completamente separati dall'incorporante, e agendo come un'entità interamente dissociata dall'impresa acquirente. In sintesi, quindi, con il termine *separation* si vuole intendere un minimo scambio culturale tra i due gruppi, in cui ciascun'impresa lavora indipendentemente dall'altra.
- 4) **Deculturation.** Rappresenta la peggior tipologia di *acculturation*, e la principale causa di disgregazione delle società fuse risultanti dalle operazioni di M&A. La *deculturation* infatti produce la perdita di qualsiasi contatto culturale e psicologico tra le imprese; tale modalità prende luogo quando i membri della società acquisita non valorizzano la propria cultura e i propri sistemi organizzativi, non volendo al contempo essere assorbiti dall'incorporante. Come risultato, l'impresa incorporata si disintegra come entità culturale. Tale processo è accompagnato da una confusione collettiva del gruppo, e da percezioni di alienazione e perdita di identità.

Il processo di *acculturation* dipende dal modo in cui la società acquirente e l'impresa acquisita implementano la strategia di fusione. A tal riguardo, devono essere presi in considerazione due differenti punti di vista:

- *Dal punto di vista della Società acquisita*, il grado per cui i membri dell'azienda vogliono preservare la loro cultura e i propri metodi organizzativi, e la misura in cui essi vogliono adottare la cultura della società acquirente, determinano la loro preferenza circa la modalità di *acculturation* da adottare.

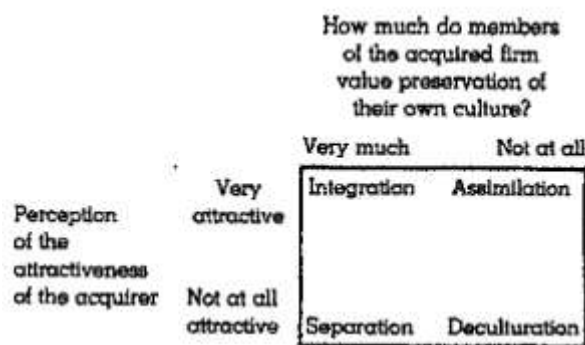


Figura 17: *Acculturation dal punto di vista dell'impresa acquisita*

Le variabili descritte nella Figura 17 (percezione di attrattività e mantenimento della propria cultura), possono essere calcolate chiedendo ai membri dell'azienda acquisita la misura in cui essi sono disposti ad implementare relazioni positive con l'incorporante, come loro percepiscono la propria cultura, in termini di valore, e se vale la pena preservarla nella sua interezza, senza subire alterazioni da parte dell'impresa acquirente. In sintesi, quindi, questo metodo consente di trarre informazioni utili riguardanti la volontà dei membri dell'azienda acquisita di "acculturarsi" alla società acquirente.

- *Dal punto di vista dell'Impresa acquirente*, invece, i fattori principali che determinano la modalità preferita di *acculturation*, da parte dei propri membri, sono due: la multiculturalità dell'impresa e le strategie di diversificazione adottate.

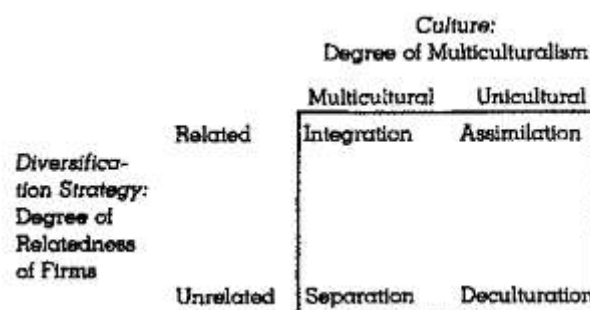


Figura 18: *Acculturation dal punto di vista dell'impresa acquirente*

- 1) Il termine “multiculturalità” si riferisce alla misura in cui un’impresa valorizza la diversità culturale e la sua volontà nel tollerarla o incoraggiarla. Se una società tende semplicemente a contenere al suo interno molteplici gruppi culturali differenti, allora si parla di organizzazione plurale. Se l’impresa, invece, enfatizza l’omogeneità e stabilisce un unico obiettivo, una strategia conforme a tutto il gruppo, impone la propria cultura e il proprio sistema organizzativo all’azienda acquisita, allora si parla di uniculturalità. Se, infine, l’impresa acquisita valorizza la diversità all’interno del gruppo, allora essa è considerata multiculturale: in quest’ultimo caso la società incorporante considera la diversità un valore aggiunto e, quindi, consente alla società acquisita di preservare la propria cultura e le proprie metodologie manageriali.
- 2) La seconda variabile che determina la modalità di *acculturation*, per l’impresa acquirente, è la “strategia di diversificazione” riguardante il tipo di fusione: ovvero la relazione intercorrente tra le imprese coinvolte nell’operazione. Se, ad esempio, la fusione/acquisizione avviene tra due o più imprese operanti nello stesso settore, l’azienda acquirente avrà più incentivi nell’imporre la sua cultura e le sue tecniche manageriali, allo scopo di implementare sinergie operative. Dall’altro lato, una società acquirente tenderà a non interferire con la cultura di un’impresa acquisita, se tali società operano in mercati non correlati tra loro.

In sintesi, questi 2 modelli appena illustrati mostrano che due imprese coinvolte nella stessa operazione di M&A potrebbero non avere le stesse preferenze circa la modalità di *acculturation* da adottare. La *corrispondenza* circa le preferenze di ciascuna società può essere un fattore determinante nella ottimale implementazione di una strategia di Fusione o Acquisizione, e nell’eliminazione del cosiddetto *stress culturale*, il quale può essere patologico e potrebbe provocare comportamenti tumultuosi tra i gruppi delle due imprese, generando sinergie negative.

I concetti di *acculturation* e *congruenza* dimostrano quindi che gran parte dei problemi associati alle operazioni di M&A possono essere evitati e gestiti, se le imprese coinvolte si accordano sulla modalità di *acculturation* da adottare.

2.2 Il mercato delle operazioni di M&A a livello globale

2.2.1 Le Merger Waves

Per poter analizzare il numero e il valore delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) degli ultimi decenni, occorre innanzitutto considerare le fluttuazioni che hanno caratterizzato il fenomeno a livello globale e nazionale. Ricerche operanti sulla natura ciclica dei processi di M&A hanno portato alla formulazione dei cosiddetti *merger waves*⁴⁶ (Gaughan, 2002), per indicare le ondate di M&A associate agli shock istituzionali, economici e tecnologici che hanno avuto origine nel mondo anglosassone, e che si sono poi diffuse a livello globale. E' possibile elencare sei distinte *merger waves*, a partire dal 1900, ciascuna con caratteristiche uniche.

La prima ondata (1897-1904), definita *merger for monopoly*, fu caratterizzata dal consolidamento delle imprese nel settore manifatturiero ed estrattivo, e dalla formazione di grandi monopoli e delle giganti industriali, quali Kodak, General Electric e DuPont.

La seconda ondata (1916-1929), denominata *merger for oligopoly*, fu caratterizzata dal consolidamento delle operazioni precedentemente intraprese, come il rafforzamento degli oligopoli e lo sviluppo di operazioni verticali, le quali hanno determinato la nascita di holding companies come General Motors e IBM.

In concomitanza con il miracolo economico italiano degli anni '60 avvenne anche la terza ondata (1960-1970), contraddistinta da fusioni di natura prettamente conglomerale.

Tuttavia, le performance negative di tali fusioni conglomerali hanno dato avvio ai *takeovers ostili* degli anni '80: il 1981, infatti, ha dato avvio alla quarta ondata di mergers, caratterizzata appunto da hostile takeovers, da un più alto livello di indebitamento, da una crescente importanza del ruolo delle banche e dall'avvio di operazioni transfrontaliere.

I processi di deregolamentazione, l'integrazione dei mercati e l'innovazione tecnologica hanno portato alla quinta ondata (1992-2000). Questa rappresenta una delle *merger waves* più rilevanti, in quanto ha avuto come protagonista, oltre alle imprese statunitensi, anche quelle europee, in seguito al processo di implementazione dell'UE.

In tale periodo abbiamo anche l'affermarsi della differenza tra ***domestic M&A*** e ***operazioni cross-border***: le prime infatti sono operazioni di M&A con headquarters nello stesso Paese; mentre le *cross-border M&A* rappresentano operazioni in cui sono coinvolte imprese di nazionalità differenti, caratterizzate da un maggior grado di complessità, a causa delle differenze normative e culturali. Nel 1998, a conferma della crescente importanza che stavano assumendo tale tipo di operazioni, le M&A a livello globale ammontavano a circa 2 trilioni di dollari in termini di stock value. In termini generali, il valore complessivo degli accordi conclusi tra il 1998 ed il 2000 è stato di quasi 4 trilioni di dollari, superiore al valore totale di tutti gli accordi portati a termine nei precedenti 30 anni. Di questi 4 trilioni di dollari, circa il 40% derivava da *operazioni cross-border*, in seguito all'avvento della globalizzazione dei mercati.

Dopo un breve trend negativo, il fenomeno globale delle operazioni di M&A ha ricominciato a crescere a tassi sostenuti, raggiungendo il suo picco nel 2007, per poi avere

⁴⁶ <http://www.giappichelli.it/stralci/3482620.pdf>

una drastica caduta nel 2009, a seguito della crisi economico-finanziaria avvenuta nell'anno precedente.

Ad ogni modo, il valore totale delle acquisizioni/fusioni della sesta ondata (2001-2009) è paragonabile a quello della quinta, caratterizzata da una moltitudine di *operazioni cross-border*, in risposta all'integrazione dei mercati, dal crescente ruolo degli investitori istituzionali e dall'ingresso di operatori provenienti dai Paesi emergenti, quali Cina e India, che prima del XXI secolo erano sempre rimasti in una posizione marginale, nella competizione globale.

2.2.2 Le Cross Border M&A

Le *cross-border* sono un particolare tipo di transazione in cui asset di imprese appartenenti a Paesi differenti vengono combinate tra loro, per dare vita ad una nuova entità legale. Tali operazioni si configurano come degli investimenti diretti all'estero, e hanno luogo quando un'azienda vuole imporre la propria influenza in un Paese diverso da quello di origine.

L'acquisizione di imprese estere preesistenti sul mercato consente all'acquirente di ottenere risorse, tecnologie, capitale umano, nuovi sbocchi di mercato e vantaggi locali che prima erano unicamente caratteristiche proprie della società acquisita.

Le imprese oggetto di acquisizione possono essere di tre tipi:

- 1) *Subsidiary companies*, ovvero società controllate. Imprese nelle quali l'investitore estero detiene, direttamente o indirettamente, una quota superiore al 50% del capitale sociale.
- 2) *Associate companies*, cioè società consociate. Aziende in cui l'investitore estero, oppure una delle società da lui controllate, detengono una quota compresa tra il 10% e il 50% del capitale sociale.
- 3) *Branches* (le filiali). Imprese, anche prive di personalità giuridica, possedute integralmente o parzialmente da un investitore estero.

2.2.3 Cross Border M&A nell'attuale contesto globale

L'attuale scenario internazionale risulta essere profondamente cambiato rispetto al passato. Il dominio economico della triade composta da USA, Europa e Giappone sta man mano lasciando il passo alle economie dei Paesi Emergenti. Affianco ai Paesi del Sud America (Brasile) e dell'Est Europa (Russia), emersi nel corso degli anni '90, si stanno affermando anche nuove potenze asiatiche come India, Cina e Corea del Sud. Tali mutamenti hanno determinato un nuovo equilibrio mondiale, identificato come «*multipolar world*», ovvero un equilibrio caratterizzato da una pluralità di centri di potere economico. I molteplici scambi internazionali e investimenti avvenuti negli ultimi anni non fanno altro che rafforzare l'ipotesi che negli anni a venire il potere economico si sposterà sempre di più dai paesi industrializzati a quelli emergenti, in quanto ricchi di risorse umane, finanziarie e naturali. Le determinanti di questo nuovo equilibrio mondiale possono essere identificate

nelle information e communication technologies, nella dimensione sempre più globale assunta dalle grandi multinazionali e nelle politiche di apertura adottate da gran parte dei governi odierni. A partire dagli anni '90, le nuove tecnologie hanno consentito la dislocazione delle attività imprenditoriali in diverse parti del mondo e l'espansione del commercio e degli investimenti internazionali. Contemporaneamente, molteplici governi hanno scelto di adottare una politica di apertura agli scambi e al commercio internazionale, favorendo così un nuovo processo di globalizzazione economica. Grazie a ciò, le multinazionali hanno esteso i loro confini, alla ricerca di nuovi mercati di sbocco, al fine di reperire le risorse migliori. Nella precedente era della *globalizzazione*, i Paesi maggiormente sviluppati tendevano ad assumere il ruolo di attori principali nello scenario economico-politico internazionale, determinando lo sviluppo di un flusso unidirezionale di investimenti verso i Paesi in via di sviluppo. Nell'attuale scenario *multipolare*, invece, è ormai limpida la presenza di una molteplicità di centri di potere determinando, di conseguenza, un flusso bidirezionale in cui i Paesi emergenti stanno gradualmente passando da attori passivi a soggetti determinanti negli investimenti globali. I dati relativi agli ultimi anni evidenziano, infatti, che il valore delle cross-border M&A è notevolmente cresciuto in quasi tutti i Paesi del mondo (Vd. Figura 19).

<i>Economia Regionale</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>Tasso di crescita (%)</i>
Mondo	249,7	341,4	36,7
Economie sviluppate:	203,5	252,1	23,9
Europa	133,9	125,0	- 6,6
Stati Uniti	40,1	79,6	98,6
Giappone	- 5,8	7,1	
Economie in via di sviluppo	39,1	85,1	117,6
Africa	5,1	7,7	49,3
America Latina e Caraibi	- 4,4	32,0	
Asia e Oceania	38,3	45,3	18,4
Sud-est Europa e CSI	7,1	4,3	- 39,8

Fonte: Wir, 2010.

Figura 19: Valore delle cross-border M&A nel 2010 (Mld \$)

In aggiunta, la Figura 20 evidenzia il ruolo che i Paesi in via di sviluppo stanno assumendo nell'ambito delle operazioni di M&A a livello globale. Infatti, nel 2010 il numero delle cross-border con un valore superiore ai 3mld di dollari ha visto un elevato coinvolgimento delle imprese appartenenti ai Paesi emergenti. Molteplici operazioni di cross-border avviate dalle imprese appartenenti ai Paesi sviluppati sono state indirizzate, oltre che verso i Paesi già sviluppati, soprattutto verso i Paesi in via di sviluppo.

<i>Paese target sviluppato (P/S)</i>	<i>Paese target in via di sviluppo (PV/S)</i>
Abbott Laboratories-Solvay Pharmaceuticals	France Telecom SA-Egyptian Co for Mobile Services
Liberty Media Corp-Unity Media GmbH	Group of Investors – Fomento Economico Mexicano SAB de CV-Beer Operations
Nestle SA-Frozen specialties, nec	Telefonica SA-Brasilcel NV
Kraft Foods Inc-Cadbury PLC	Newcrest Mining Ltd-Lihir Gold Ltd
France Telecom SA-T-Mobile (UK) Ltd	Abbott Laboratories-Piramal Healthcare Ltd-Healthcare Solutions Business
Astellas Pharma Inc-OSI Pharmaceuticals Inc	Group of Investors-EDF Energy PLC-UK Power
Cisco Systems Inc-Tandberg ASA	Distribution Business
Phillips-Van Heusen	
Corp-Tommy Hilfiger Corp	
Merck KGaA-Millipore Corp	
SAP AG-Sybase Inc	
Onex Corp-Tomkins PLC Tomkins PLC	
Valeant Pharm.-Valeant Pharm. International	
CVC Capital Partners Ltd-Abertis Infraestructuras SA	
Interactive Data Corp SPV-Interactive Data Corp	
Royal Dutch Shell PLC-Arrow Energy Ltd	
Apache Corp-BP PLC-Permian Basin Assets	
PPL Corp-E.ON US LLC	
Porsche Automobil	
Holding SE-Porsche Holding GmbH	
Rank Group Ltd-Pactiv Corp	
Group of Investors-HSI Ltd	
Goldcorp Inc-Andean Resources Ltd	
Brookfield Asset Mgmt Inc-General Growth Properties Inc	

Figura 20: Acquisizioni di imprese di Paesi Sviluppati (Val > 3 Mld\$)

D'altro canto, Le economie sviluppate sono mete attrattive per le multinazionali provenienti dai Paesi in via di sviluppo perché garantiscono l'accesso a tecnologie e conoscenze sofisticate, per l'ampia domanda, per la presenza di lavoratori ad alto potenziale e perché tali Paesi sviluppati consentono a queste multinazionali di creare prodotti innovativi e complessi.

2.2.4 Le principali operazioni M&A tenute dopo la crisi del 2008

Negli ultimi anni a livello globale l'M&A è stato influenzato da alcuni eventi critici, tra cui, una su tutti, la crisi finanziaria globale del 2008⁴⁷.

Nel biennio 2013/2014 sono emersi gli effetti della diversa reattività dei singoli Paesi rispetto alla crisi economico-finanziaria esplosa nel 2008, con nuovi investitori che si sono affacciati aggressivamente sul mercato dell'M&A, puntando a bersagli situati nei Paesi che ancora non si erano risollepati dalla crisi. Come conseguenza, nel 2014 il livello generale dell'M&A ha segnato buoni livelli, tanto in valore quanto in volume, determinando una maggiore stabilità nei mercati reali e finanziari internazionali. Al buon risultato di mercato

⁴⁷ http://www.equityfactory.ch/file/pubblicazioni/Trend_del_mercato_MeA.pdf

hanno contribuito anche un costo del debito relativamente basso, elevate quotazioni in Borsa, e un accrescimento dei flussi di cassa. Una vera e propria esplosione, soprattutto nel mercato americano, spinta da società e gruppi industriali alla ricerca di nuove opportunità di investimento.

In base ai dati di *Zephyr*⁴⁸, il database di Bureau van Dijk sulle operazioni di Merger and Acquisition (M&A), il valore globale delle operazioni di fusione e acquisizione nel 2015 è aumentato al livello più alto mai registrato nel XXI secolo, a fronte però di una diminuzione dei volumi. Sono nel 2015, infatti, sono avvenute 89.440 operazioni straordinarie, per un valore totale di 6.143.663 milioni di dollari. Fattori critici come la volatilità del mercato azionario e l'incertezza della crescita economica non hanno influenzato sui risultati e sull'utilità prodotta da parte dei Paesi più performanti come Cina, Irlanda, Regno Unito, Stati Uniti, Hong Kong, Olanda e Australia. In termini di volume, però, sia il Nord America che la CEE hanno registrato un declino.

D'altro canto, il maggiore incremento di valore dovuto alle operazioni di M&A si è registrato in Europa Occidentale, con una crescita delle negoziazioni del 50%, passando da 1.156.677 milioni di dollari nel 2014 a 1.734.886 milioni di dollari nell'anno successivo. Inoltre, i valori in Nord America e Asia sono aumentati rispettivamente del 12% e del 44%, nello stesso arco di temporale.

I risultati del 2015 sono stati rafforzati da una serie di transazioni ad alto valore, i quali hanno prodotto nello stesso anno un valore pari a 160.000 milioni di dollari. Si tratta dell'acquisizione della *Allergan*, società farmaceutica con sede a Dublino, avvenuta per conto di *Pfizer*. Segue al secondo posto, a distanza ravvicinata, l'acquisizione da parte della *Anheuser-Busch InBev* della società britannica produttrice di birra *SABMiller* per 131.730 milioni di dollari. Sono proprio queste due operazioni, considerate le più importanti a livello globale avvenute nel 2015, a giustificare l'elevato valore totale prodotto dall'Europa Occidentale nello stesso anno.

Lisa Wright, direttrice di *Zephyr*, ha esposto il proprio punto di vista circa l'importanza assunta dalle operazioni di M&A negli ultimi anni con le seguenti parole: «il 2015 ci ha fornito la prova definitiva che l'attività di M&A globale è davvero nuovamente in pista, registrando livelli record nei valori delle operazioni annunciate, nonostante un piccolo calo del volume assoluto delle operazioni annunciate. Sei delle "mega" operazioni straordinarie del 2015 (operazioni superiori a 10 miliardi di dollari) sono classificate tra le prime 25 operazioni annunciate a livello mondiale dal 2000.

I deal più importanti dell'anno (*Pfizer/Allergan* e *Anheuser-Busch InBev/SABMiller*) hanno visto gli acquirenti disposti a pagare valori che non si vedevano dal 2000. »

2.2.5 Prospettive future sul mercato dell'M&A

Secondo le rilevazioni effettuate dall'*European M&A Study* di CMS⁴⁹, il settore dell'M&A in Europa continuerà a crescere e ad offrire proficue opportunità di investimento nei prossimi anni.

Di fatto, le società europee, soprattutto negli ultimi anni, fanno ormai gola alle imprese

⁴⁸ <https://www.bvdinfo.com/getattachment/3ac3fdb3-1963-488a-9ade-c06b5b699a3f/Attivita-globale-M-A-2015.aspx>

⁴⁹ <https://dfo.media/ultime-notizie/102-european-m-a-study-cms>

internazionali, soprattutto americane, che si sono fiondate sul mercato a caccia di affari sulla scia del rally azionario apportato dalla vittoria di Donald Trump alle presidenziali americane dello scorso novembre. Secondo i dati di *Thomson Reuters*⁵⁰, riportati dal *Financial Times*, nel primo trimestre 2017 le operazioni di M&A in Europa hanno complessivamente raggiunto i 215,3 miliardi di dollari, in rialzo del 16% rispetto all'anno precedente, ed hanno toccato il risultato più elevato dal 2008. L'incremento di valore europeo apportato dalle operazioni di M&A è stato sostenuto proprio dal fatto che le società americane, nel 2017, hanno speso come mai in passato, investendo circa 114 miliardi di dollari in tale tipo di operazioni. Stando a quanto affermato da Blair Effron, cofondatore di *Centerview Partners*, «ci sono stati più accordi cross-border in Europa perché c'è più ottimismo sullo stato di salute della regione, che registra una elevata crescita, negli ultimi anni, e una maggiore stabilità politica.»

Dal lato opposto, è calato in modo drastico l'interesse straniero per aziende americane, con le offerte che, dal 2014, continuano a calare irreversibilmente.

Secondo gli analisti, pesano in particolar modo la politica protezionistica adottata dal presidente Trump, che scoraggia le acquisizioni da parte di gruppi internazionali. In particolare, le acquisizioni di società americane da parte di controparti straniere sono calate quasi di un quarto, arrivando a 86,9 miliardi, mentre quelle tra società americane sono aumentate solo del 3%, numeri che indicano una maggiore incertezza anche da parte degli investitori americani, dopo l'accelerata seguita all'elezione di Trump.

Riprendendo il capitolo Europa, Secondo una ricerca sviluppata da *Mergermarket*⁵¹ circa l'attività di M&A nei Paesi della Unione Europea, proseguirà la tendenza di crescita iniziata nell'ultimo trimestre del 2012. A livello regionale, l'Europa centrale e quella orientale faranno ancora la «parte del leone» in virtù delle loro proliferanti economie e del consolidamento, a livello internazionale, di molti settori, come quelli della chimica, dei beni industriali e di consumo.

⁵⁰ <http://firstonline.info/News/2017/03/30/europa-boom-di-m-a-grazie-a-capitali-usa/MzIfMjAxNyOwMyOzMF9GT0w>

⁵¹ http://www.equityfactory.ch/file/pubblicazioni/27-AMMI_2013_07_77.pdf

2.3 Il mercato delle operazioni di M&A in Italia

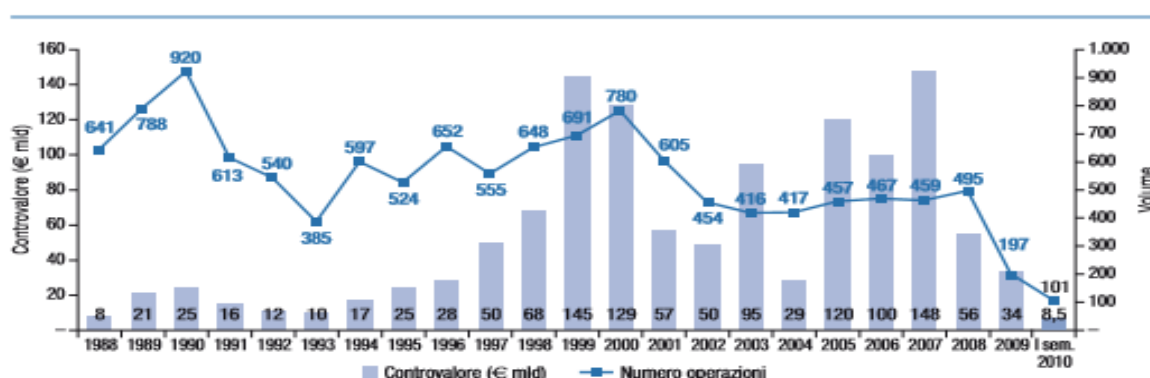
2.3.1 L'andamento del mercato M&A negli ultimi vent'anni

In base a dati statistici forniti dall'azienda KPMG⁵², tra il 1988 e il primo semestre del 2010, sono state effettuate in Italia 12.402 operazioni M&A, generando un valore complessivo di circa 1,3 Miliardi di euro. Durante questo ventennio, il mercato M&A italiano è stato influenzato da molteplici variabili, che ne hanno condizionato il suo sviluppo storico: il crescente grado di integrazione e di apertura della nostra economia verso l'estero, il diversi cicli economici nazionali e internazionali, il processo di nascita e sviluppo di differenti player attivi nel nostro scenario economico-finanziario (quali aziende, banche finanziatrici, imprenditori o consulenti).

Lo sviluppo storico del mercato M&A in Italia si può suddividere in 2 grandi periodi:

- 1) *Il decennio che va dal 1988 al 1998*, legato all'avvio del periodo delle privatizzazioni delle grandi imprese e al contestuale sviluppo dei cosiddetti "middle markets", i quali hanno determinato anche la nascita dei primi fondi di private equity.
- 2) *Il secondo periodo, invece, va dal 1999 fino al 2010*, ed è caratterizzato da molteplici fattori, soprattutto di carattere internazionale, quali: l'entrata dell'Italia nell'UE prima e nell'area euro poi; il molteplici processi di globalizzazione economica, i quali hanno contribuito allo sviluppo di operazioni cross-border; e, infine, l'avvento della Grande Recessione avvenuta nel 2008.

Dalla Figura 21, osservando i valori complessivi annui del mercato M&A in Italia generati tra il 1988 e il 2010, si può giungere alla conclusione che, a fronte di un numero di transazioni complessivamente stabile, i rispettivi controvalori crescono in misura considerevole verso la fine degli anni '90 in poi, registrando un vero e proprio salto di dimensione.



Fonte: KPMG Corporate Finance

⁵²<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:oaafxSnCJOJ:www.egeaonline.it/PDF/543895f0-bb12-4bfe-b369-5dfd8709aea1.aspx+%&cd=1&hl=it&ct=clnk&gl=it>

*Figura 22: Mercato M&A in Italia (1988-2010):
controvalore e numero di operazioni completate*

Nel corso del ventennio considerato, è possibile analizzare alcune grandi fasi di riferimento:

- A seguito di un'elevata crescita avuta verso le fine degli anni '80 (vennero concluse 920 operazioni M&A solo nel 1990), eventi successivi come la forte instabilità politica e la crisi valutaria causarono un forte ridimensionamento del mercato M&A. L'aggravarsi della situazione istituzionale e macroeconomica del Paese determinano una perdita di attrattività da parte degli investitori stranieri, i quali preferiscono avviare transazioni con società di altri Paesi europei, piuttosto che in Italia.
- Nonostante ciò, a partire dal 1993 l'Italia attraversa un periodo favorevole di ripresa del mercato, grazie ad una serie di fattori strutturali quali:
 - la svalutazione della lira, che favorisce la ripresa di investimenti esteri in Italia;
 - l'avvio del processo di privatizzazione, il quale porta per la prima volta sul mercato azionario colossi come Enel, ENI e Credito Italiano;
 - lo sviluppo del mercato borsistico, con un numero sempre maggiore di imprese che iniziano a venir quotate in Borsa e con i collocamenti dei "giganti nazionali" quali Telecom ed Enel, i quali contribuiscono ad incrementare il valore delle operazioni M&A in Italia.
- Il 1° Gennaio 1999, con l'adesione all'euro, la politica economica italiana cambia radicalmente. Il rispetto dei criteri richiesti dal Trattato di Maastricht assicura stabilità ed efficienza al Paese, favorendo l'ingresso di capitali esteri in Italia e migliorando il funzionamento dei mercati finanziari, accelerando così il processo di internazionalizzazione.

In sintesi, la ripresa economica italiana degli anni '90, il clima di maggior stabilità politica e il miglioramento delle condizioni macroeconomiche (attraverso la riduzione dei tassi d'interesse e dell'inflazione), producono benefici soprattutto sull'attrazione degli investitori esteri in Italia: è proprio in questo decennio infatti che si finalizzano alcune importanti transazioni da parte dei fondi di private equity inglesi e statunitensi.

- Gli anni 2000 vedono però un'inversione di marcia del mercato M&A italiano: il Paese è sempre più influenzato dai nuovi equilibri geopolitici internazionali, dai fenomeni globali e dalle sue variabili macroeconomiche. Questi eventi causano un ciclo discendente delle fusioni e acquisizioni a livello sia globale che nazionale, fino alla fine del 2004.
- Il triennio che va dal 2005 al 2007, invece, vede la ripresa di un trend positivo del mercato M&A italiano, grazie all'assorbimento di tali eventi macroeconomici internazionali da parte delle grandi imprese e della rinnovata fiducia delle aziende italiane. Le società italiane, infatti, si riorganizzano per rispondere alle nuove sfide imposte dagli scenari competitivi internazionali, riprendendo con convinzione a fare investimenti all'estero e portando a compimento oltre 300 acquisizioni estere nel giro di soli 4 anni.

- Ma purtroppo, questo ciclo positivo dura fino all'avvento della "Grande Recessione": l'andamento del mercato italiano delle M&A compreso tra il 2008 e inizio 2010, infatti, riflette appieno lo scoppio della grande crisi. Abbiamo un vistoso crollo delle operazioni cross-border e i "giganti nazionali" entrano in una fase di ripiegamento, soprattutto psicologico. Gli eventi legati alla crisi, come il crollo dei crediti subprime e il cosiddetto "credit crunch", provocano una fase di stallo delle attività M&A nel nostro Paese. Infatti, a conferma di ciò, il primo semestre del 2010 vede realizzati in tutta Europa solo 101 transazioni, con un controvalore realizzato di appena 8,5 miliardi di euro.

2.3.2 I macro fenomeni di M&A in Italia

I macro-filoni che hanno maggiormente inciso sul mercato M&A italiano, nel ventennio che va dal 1988 al 2010, definendo l'indirizzo strategico delle transazioni e caratterizzandone l'evoluzione, sono raggruppabili in 4 fenomeni: internazionalizzazione, privatizzazione, processi di consolidamento, private equity.

Occorre sottolineare che, nonostante la prevalenza di operazioni *domestic M&A*, le transazioni *cross-border*, hanno rappresentato una quota del mercato sempre più crescente, arrivando a raggiungere nel 2010 circa il 40% dei volumi aggregati.

- 1) Partendo con l'analisi del ***fenomeno dell'internazionalizzazione*** tramite M&A, tale fattore ha evidenziato il grado di apertura e di integrazione della economia italiana rispetto al contesto globale. A tal riguardo, le operazioni M&A sono state caratterizzate, nel corso del ventennio considerato, da un graduale allargamento del mercato di riferimento per le imprese italiane, passate progressivamente da una visione nazionale ad una europea, per poi estendere tali transazioni anche verso i Paesi emergenti e in via di sviluppo.
- 2) Il ***processo di privatizzazione*** dell'economia italiana, evento che è stato determinante soprattutto negli anni '90, è stato un fenomeno che ha mutato profondamente gli equilibri economici e finanziari dell'Italia. Riguardo tale macro-filone, stando alle classifiche rilevate dall'Ocse, l'Italia è il Paese che ha fatto registrare i maggiori ricavi da privatizzazioni.
- 3) I ***processi di consolidamento***, che sono stati determinanti specialmente per le PMI (Piccole Medio Imprese), le quali, tramite operazioni di M&A sono riuscite a conquistare quote di mercato e posizioni di leadership prima all'interno del mercato domestico e poi anche nel mercato globale.
- 4) Ultimo dei macro-fattori caratterizzanti il mercato M&A italiano è il fenomeno ***private equity***. Il suo sviluppo è stato particolarmente rapido nel corso degli anni '90, per poi ridimensionarsi e tornare successivamente in auge negli ultimi anni antecedenti la crisi finanziaria del 2008. Queste attività finanziarie hanno influenzato profondamente la struttura dell'economia italiana.

Target	Naz. target	Bidder	Naz. bidder	Quota %	€ mln	Anno
Endesa ¹	Spagna	Enel & Acciona	Italia	92	38.108	2007-09
Telecom Italia	Italia	Olivetti / Tecnost	Italia	52	31.501	1999
Sanpaolo IMI	Italia	Banca Intesa	Italia	100	31.238	2006
Telecom Italia	Italia	Olivetti	Italia	60	21.975	2003
Capitalia	Italia	UniCredit	Italia	100	21.912	2007
Hypo Vereinsbank ²	Germania	Unicredito Italiano	Italia	98	20.756	2005-07
TIM	Italia	Telecom Italia	Italia	44	19.916	2005
Seat Pagine Gialle	Italia	Telecom Italia	Italia	59	19.057	2000
Enel	Italia	Investitori Istituzionali e privati (IPO)	Italia	32	17.987	1999
Telecom Italia	Italia	Investitori istituzionali e privati (OPV)	Italia	40	12.817	1997
Infostada	Italia	Enel	Italia	74	11.001	2000
Comit	Italia	Banca Intesa	Italia	90	9.521	1999
INA	Italia	Assicurazioni Generali	Italia	81	9.381	1999
Banca Antonveneta	Italia	Banca Monte Paschi Siena	Italia	100	9.000	2008
IMI	Italia	San Paolo	Italia	100	8.780	1998
BNL	Italia	BNP Paribas	Francia	99	8.730	2006
Concessioni Autostradali	Italia	Newco 28 (Schema Ventotto, Gruppo Benetton)	Italia	70	8.345	2003
Unicredito	Italia	Credito Italiano	Italia	87	8.191	1998
Oliman (Omnitel-Infostada)	Italia	Mannesmann	Germania	50	7.931	1999
Olivetti	Italia	Olimpia	Italia	27	7.780	2001

¹ L'operazione ricomprende l'acquisizione del 67% realizzata nel 2007 per un controvalore di € 28,5 mld e quella del 2009 sul 25% detenuta da Acciona per € 9,6 mld.

² L'operazione ricomprende l'acquisizione del 93,9% realizzata nel 2005 per un controvalore di € 19,3 mld e quella del 2007 sul 4,55% per € 1,4 mld.

Fonte: KPMG Corporate Finance

Figura 23: Le prime 20 operazioni di M&A dal 1988 sul mercato italiano (€ mln a valori correnti)

La Figura 23 mette in evidenza le prime 20 transazioni più importanti, in termini di controvalore, avvenute tra il 1988 e il 2010. Osservando tale grafico, possiamo trovare una conferma sulla rilevanza dei 4 macro-filoni precedentemente descritti.

Sul fronte dell'*internazionalizzazione*, un certo rilievo l'hanno avuto transazioni quali Unicredito Italiano-Hypo Vereinsbank, BNP Paribas-BNL e Enel-Endesa.

Per quanto riguarda le *privatizzazioni*, si possono citare quelle di Comit, Telecom Italia, Credito Italiano e Intesa San Paolo.

Dal lato del *consolidamento*, invece, occorre ricordare le operazioni UniCredit-Capitalia, Generali-INA, MPS-Banca Antonveneta.

Infine, riguardo l'ingresso di investitori finanziari esteri in Italia, occorre citare la fusione avvenuta tra il Gruppo Autostrade e Newco 28.

2.3.3 Il mercato M&A in Italia nel triennio 2015-2017 e prospettive future

Soffermandoci sull'andamento del mercato M&A italiano dell'ultimo triennio, stando a quanto riportato dal *Quarterly Deal Performance Monitor* di Towers Watson⁵³, il 2015 è stato l'anno più ricco in termini di valore generato dalle operazioni di M&A, registrando il miglior risultato conseguito dal 2008. Infatti, proprio in quell'anno le performance finanziarie degli investitori hanno raggiunto il massimo storico concludendo in totale circa 41 operazioni solo nel primo trimestre, e generando valori superiori a un miliardo di dollari (con due operazioni di transazione ciascuna superiore a 10 milioni di dollari, sempre nello stesso arco di tempo).

Nel primo semestre del 2016, secondo il rapporto M&A di KPMG⁵⁴, l'Italia ha confermato il trend positivo avuto nell'anno precedente, rilevando quasi 300 operazioni, con un controvalore ottenuto di circa 25,3 miliardi di euro. Anzi, sempre nello stesso anno, l'Italia è riuscita a superare la performance ottenuta nel 2015, con una crescita del 47,1 % rispetto al primo semestre dell'anno precedente (17,2 miliardi di euro), confermando quindi l'apertura del Paese agli investimenti esteri.

Infatti, Stando a quanto dichiarato dall'economista Marco Simoni, Consigliere dell'ex Premier Matteo Renzi,: «Nel 2008 i politici avrebbero tifato per l'italianità, adesso invece il governo sta attivamente facilitando gli investimenti (esteri) nel Paese.»⁵⁵

A conferma di ciò, nel primo semestre 2016 sono state rilevate 105 operazioni estere in ingresso, con un controvalore prodotto di 6,7 miliardi di euro; in particolare occorre sottolineare che i principali investitori esteri sono stati acquirenti industriali.

Tra le molteplici transazioni avvenute nel corso dell'anno, occorre evidenziare su tutte due operazioni principali: l'acquisizione da parte di LKQ del gruppo *Rhiag*, e l'investimento nel settore immobiliare italiano effettuato da un gruppo di operatori istituzionali esteri guidati da *York Capital*; un'operazione che ha portato all'acquisizione, da parte del gruppo Scarpellini, di 8 immobili nel centro di Roma (tra cui Palazzo Marini), per un controvalore totale di 750 milioni di euro.

D'altro canto, minori sono state le operazioni M&A italiane all'estero, per un totale di 48 operazioni e con un controvalore generato di circa 10,1 miliardi di euro. Tale valore è stato influenzato principalmente da una maxi operazione sostenuta dal gruppo *Exor*, società d'investimento della famiglia Agnelli, con l'acquisizione di *PartnerRe* che, con un valore prodotto di 6,9 miliardi di euro, risulta essere l'operazione più significativa conclusa nel 2016. Un'altra rilevante operazione che occorre menzionare è stata la conclusione dell'OPA di *Campari* sulle azioni di *Grand Marnier*, conclusa il 27 Giugno 2016, la quale transazione ha portato il gruppo italiano ad ottenere l'intero controllo del gruppo francese, per un valore complessivo di 670 milioni di euro.

Sempre in base a quanto rilevato da KPMG, risulta esser stato abbastanza dinamico anche il segmento delle operazioni M&A italiane avvenute in Italia: sono state chiuse in totale

⁵³ <https://www.towerswatson.com/it-IT/Press/2015/03/record-breaking-start-to-2015-for-MnA>

⁵⁴ https://home.kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2016/06/l_m-a-nel-primo-semester--supera-i-25-miliardi-di-euro.html

⁵⁵ <http://firstonline.info/News/2016/03/23/ft-nel-2015-record-di-m-a-in-italia/NDVfMjAxNi0wMy0yM19GT0w>

145 operazioni, con un controvalore prodotto di circa 8,5 miliardi di euro. Particolarmente rilevanti sono stati i movimenti avuti nel settore bancario, in cui si è registrato un processo di consolidamento che ha visto l'acquisizione, da parte di *Fondo Atlante*, di *Banca Popolare di Vicenza*, per un totale di 1,5 miliardi di euro.

Anche i fondi Private Equity sono stati coinvolti in molteplici operazioni M&A, con circa 40 acquisizioni concluse nel 2016, per un valore complessivo di 2,7 miliardi di euro; uno dei principali operatori che ha influenzato maggiormente il mercato dei fondi Private Equity è stato *Fondo Strategico Italiano*, il quale ha acquisito una quota del 12,5% di *Saipem*, per un totale di circa 463 milioni di euro.

In sintesi, specialmente nell'ultimo triennio, l'Italia ha mostrato evidenti segnali di ripresa, in seguito al crollo del mercato M&A causato dalla crisi del 2008; anche se nel primo semestre di quest'anno si è registrato un leggero arretramento, rispetto al primo semestre del 2016: di fatto, rispetto ad un controvalore di 25,3 miliardi di euro prodotti nello scorso anno, i primi sei mesi del 2017 hanno visto concludere 390 operazioni, per un valore prodotto di appena 16,6 miliardi di euro. Ciò è dovuto, secondo gli analisti di KPMG⁵⁶, essenzialmente alla mancata presenza di grandi transazioni.

Nonostante ciò, è rimasto forte l'interesse degli investitori esteri verso gli asset italiani: nel primo semestre, infatti, sono state rilevate 132 transazioni in ingresso, per un controvalore generato pari a 9,7 miliardi di euro. A contribuire in maniera rilevante all'accrescimento dell'interesse da parte di operatori stranieri, è stato il processo di rifocalizzazione sul core business avviato da *Unicredit*, il quale ha ceduto integralmente le proprie partecipazioni in *Pioneer Investments* e *Bank Pekao* rispettivamente alla francese *Amundi* e al gruppo polacco *Powszechny Zakład Ubezpieczeń*, ottenendo un valore complessivo di 5,9 miliardi di euro. Inoltre, occorre menzionare l'acquisizione dell'impresa toscana *Tagetik* da parte del colosso olandese *Wolters Kluvers*, per un controvalore generato di 300 milioni, e l'acquisizione della società calcistica Milan da parte di una cordata di investitori cinesi per 520 milioni di euro.

Dal lato opposto, risulta essere in stand-by il filone delle operazioni M&A italiane verso l'estero: sono state concluse solo 75 operazioni, per un controvalore di circa 3 miliardi di euro.

In conclusione, Max Fiani, partner KPMG, ha descritto così la situazione attuale del mercato M&A italiano: «*Il mercato italiano in questa fase sembra caratterizzato da due principali eventi: l'interesse degli investitori esteri verso le industrie italiane, il quale ormai è un trend consolidato da tempo, e il processo di ristrutturazione del sistema bancario. In prospettiva auspichiamo che ripartano i processi di consolidamento dimensionale nei settori chiave del "Made in Italy" come, ad esempio, il food, il fashion e la meccanica, i quali consentirebbero di accelerare il percorso di recupero di competitività a livello di "sistema Paese".*»

⁵⁶ <https://home.kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2017/07/m-a-in-italia-primo-semester-2017-rapporto-kpmg-corporate-financ.html>

TERZO CAPITOLO:

L'ACQUISIZIONE ENEL-ENEL GREEN POWER

3.1 Le recenti strategie di crescita implementate dall'Enel

Prima di focalizzarci sull'operazione di Acquisizione implementata dall'Enel nel 2015 con l'impresa Enel Green Power, argomento primario della tesi, occorre fare un breve excursus sulle strategie di crescita intraprese dall'Azienda nell'ultimo decennio, andando a fare anche una rapida analisi sul piano aziendale recentemente approvato da Enel in vista del triennio 2017-2019.

3.1.1 Iniziative intraprese nell'ultimo decennio

La vera evoluzione dell'Enel inizia dal 2005, epoca in cui il gruppo vantava il solo primato di monopolista in Italia ma che, nel giro di soli 10 anni, grazie all'implementazione di una strategia di diversificazione geografica e di risorse tecnologiche, si è imposta in ben 40 Paesi, raddoppiando il margine operativo lordo (arrivando a 17 miliardi di euro) e con una contemporanea riduzione del rischio complessivo della Società⁵⁷.

Una delle prime importanti strategie messe a punto è stata quella della cosiddetta **Operazione Banda Larga**: un insieme di operazioni che si basano sull'installazione di contatori di seconda generazione, nella stipulazione con gli operatori di un contratto di manutenzione pluriennale e nell'estensione dell'utilizzo della fibra e della rete Enel agli operatori delle telecomunicazioni. Tale proposta è stata inoltre aperta a *Cassa Depositi e Prestiti*, *Telecom* ed altri operatori⁵⁸.

Col 2008 si assiste poi al consolidamento di Enel come multinazionale: l'Azienda recupera la propria cultura nucleare in Slovacchia, Spagna e Francia ed aumenta l'impegno sul fronte delle fonti rinnovabili (a dicembre dello stesso anno nascerà poi la società *Enel Green Power*, società leader mondiale, nel settore delle rinnovabili) e del carbone pulito. Nello stesso anno, Enel elabora inoltre una nuova *mission*: generare e distribuire valore nel mercato internazionale dell'energia, a vantaggio delle esigenze dei clienti, dell'investimento degli azionisti, della competitività dei Paesi in cui opera e delle aspettative di chi lavora con l'azienda⁵⁹.

Un'altra rilevante strategia di diversificazione è stato sviluppare il campo della “**Mobilità Elettrica**”, considerato che il settore dei trasporti è responsabile di circa 1/3 dell'emissione di gas serra prodotti dall'uomo e che l'elettricità svolge un ruolo significativo nella riduzione delle emissioni climalteranti e inquinanti. Enel infatti ha ideato un sistema di infrastrutture di ricarica “intelligenti” (home station e

⁵⁷ <http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/strategie-enel-da-2005>

⁵⁸ <http://cinquantamila.corriere.it/storyTellerArticolo.php?storyId=555ee292446b0>

⁵⁹ www.premiomarketing.com/MTF/Content/edizioni/caso-enel.pdf

public station), basate sulla tecnologia del contatore elettronico, che possano rendere la ricarica del veicolo facile, conveniente ed efficiente.

Allo scopo di testare tale sistema, studiare servizi innovativi per i clienti e delineare al meglio la potenzialità di questo business, Enel ha avviato un primo progetto pilota teso a comprendere l'attrattiva di una sua possibile offerta: il progetto “**Enel Drive**”. Tale progetto è stato avviato nel 2009 con l'accordo siglato tra Enel e *Daimler* (Progetto *E-Mobility Italy*): all'Enel compete la fase di ideazione, sviluppo, installazione e funzionamento di una rete di infrastrutture pubbliche e private costituita da oltre 400 punti di ricarica e del relativo sistema di controllo centrale; mentre Daimler ha il compito di fornire oltre 100 Smart elettriche a clienti privati, provvedendo alla loro manutenzione. Oltre a questo progetto, Enel ha stretto molteplici accordi, nel 2010, con istituzioni e le più importanti case automobilistiche, al fine di favorire uno sviluppo tecnologico congiunto e l'imminente introduzione nel mercato italiano di numerosi veicoli elettrici.

In seguito, nel novembre 2015, venne costituita la Società “**Enel Open Fiber**”, la quale ha fatto divenire Enel la principale protagonista della Fibra ottica italiana⁶⁰. Tale Società è stata affidata alle mani esperte di un veterano delle comunicazioni, Tommaso Pompei, al quale è stato affidato il compito di occuparsi delle gare per la costruzione e nella gestione della rete ultra broadband. Questa innovazione ha avuto lo scopo di rendere “**Smart**” la rete elettrica, trasportando fibra ottica negli appartamenti, là dove ci sono i contatori, oppure nel basamento degli edifici; una strategia che funge da integrazione al tradizionale business elettrico del Gruppo, il quale era inevitabilmente destinato ad una crescita limitata. Il Gruppo Enel ha capito che avere un operatore telefonico come Telecom, Vodafone o Wind in questa impresa avrebbe aggiunto un valore importante, non solo per cofinanziare la costruzione delle nuove reti, ma anche per avere la certezza dei clienti dell'operatore partner, arrivando quindi a stringere molteplici accordi con tali compagnie telefoniche, soprattutto negli ultimi anni.

Nell'anno successivo, poi, con la collaborazione di *Cassa Deposito Prestiti*, la controllata *Enel Open Fiber* è riuscita a rilevare la società milanese *Metroweb*, per un'operazione complessiva di 714 milioni di euro. Da tale operazione di M&A è nata **OpEn Fiber**⁶¹: l'obiettivo dell'azienda è quello di cablare tutta l'Italia per costruire una nuova rete di comunicazioni veloce via Internet. Con questa operazione, *Enel OpEn Fiber* ha accelerato lo sviluppo del progetto di realizzazione della rete in fibra ottica ed ha ampliato il perimetro di cablaggio, sviluppando una rete commerciale che comprenda le più importanti città italiane⁶². Nello specifico, il piano industriale di *Enel OpEn Fiber 2016-2021* prevede la copertura con fibra ad altissima velocità di circa 9,5 milioni di case, con un incremento progressivo degli investimenti che passano dai 2,5 miliardi del piano precedente a circa 3,7 miliardi. L'attuale ad di Enel, Francesco Starace, ha commentando così l'esito di tale operazione: «Con questa operazione compiamo un ulteriore passo in avanti nella realizzazione di una infrastruttura rilevante per il Paese. L'acquisizione di *Metroweb*

⁶⁰ http://www.corrierecomunicazioni.it/tlc/39894_enel-la-doppia-strategia-di-starace-per-la-fibra.htm

⁶¹ <http://www.repubblica.it/economia/finanza/2016/12/20/news/fibra-154553284/>

⁶² http://openfiber.it/contents/wp-content/uploads/2016/07/1666150-1_PDF-1.pdf

consente di accelerare il nostro piano per lo sviluppo della banda ultra-larga, nonché di ampliare il perimetro di cablaggio, includendo le principali città italiane e riducendo contestualmente il profilo di rischio di questa iniziativa, grazie alla partnership con *CDP* e, auspicabilmente, *F2i*. Mettendo insieme le competenze di *Enel OpEn Fiber* con quelle di *Metroweb*, raggiungiamo l'obiettivo di creare un'azienda con know-how, dimensioni e capacità di realizzare il piano ambizioso che abbiamo per l'Italia.»

Nel corso dell'anno corrente, invece, tra le principali operazioni intraprese dal Gruppo emerge la partnership stretta con *Intesa Sanpaolo*⁶³ al fine di sostenere l'innovazione nel settore dell'energia, promuovere lo sviluppo della *Circular Economy* e dell'*Open Innovation*, e incentivare la crescita delle *PMI*.

Le Piccole Imprese e le start-up che collaborano con Enel nei progetti di innovazione, infatti, oltre a ricevere supporto economico-tecnico da parte del Gruppo Elettrico, potranno usufruire anche del sostegno finanziario apportato dagli specialisti dell'innovazione di *Intesa Sanpaolo*.

Tale accordo porta vantaggi reciproci:

- Per Enel, la partnership rappresenta uno strumento di supporto da dare alle aziende che collaborano col gruppo in progetti di innovazione.
- Per Intesa Sanpaolo, invece, l'accordo rappresenta un modo innovativo di supporto all'innovazione nelle filiere industriali, avvalendosi della competenza dei suoi migliori clienti per la valutazione di merito dei propri progetti.

Oltre a ciò, un'altra motivazione strategica di tale partnership risulta essere la realizzazione congiunta di iniziative in ambito *Circular Economy*, collaborando per esempio sul progetto **Futur-e**, il quale ha come obiettivo quello di trovare una nuova sistemazione per gli impianti Enel non più operativi. Riguardo l'ambito *Circular Economy*, Intesa Sanpaolo risulta già essere partner di uno dei player internazionali dedicati alla diffusione del modello di economia circolare; mentre Enel, dal canto suo, è stata definita dal *World Economic Forum* come una delle sei multinazionali più attive in questo campo, a livello mondiale.

Stando alle parole di Ernesto Ciorra, direttore divisione Innovazione e Sostenibilità di Enel, «le Pmi italiane hanno bisogno oltre che del supporto di grandi imprese come Enel, per lo sviluppo dei loro prodotti, anche di partner che aiutino a finanziarli, come Intesa Sanpaolo.»

In sintesi, quindi, l'obiettivo comune dei due Gruppi è quello di aiutare le Pmi italiane a diventare delle vere e proprie multinazionali.

⁶³ <http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/contentData/view/content-ref?id=CNT-05-00000004D97EA>

Sempre nel 2017, Enel ha anche profondamente mutato la propria ideologia imprenditoriale, in primis focalizzandosi sul concetto di **“Open Power”**⁶⁴: *Open Power*, stando a quanto affermato da Andrea Valcalda, responsabile Sostenibilità del gruppo, significa condividere e diffondere una visione innovativa, la quale diventa integrante in tutti i processi operativi, dalla pianificazione strategica al business development, dalle attività di ingegneria fino ad arrivare ai servizi di supporto.

Inoltre, al fine di integrare la sostenibilità nelle proprie operazioni di business, Enel ha iniziato ad adoperare un approccio **“Shared Value”**, ovvero creazione di valore condivisa per le Aziende e le comunità; un approccio imprenditoriale definito “vincente” secondo gli esperti di *Dnv Gl* e *Ey*. Tale metodo imprenditoriale viene utilizzato dai membri di Enel anche come supporto alla gestione delle attività ordinarie e come guida nella ridefinizione di una determinata strategia di business. Secondo Valcalda, però, una tale approccio risulta ottimale solo con una efficacia gestione del *tempismo*: «In Enel, la sostenibilità è coinvolta 'a monte' nei piani di sviluppo», dice Valcalda, «a partire dalla fase di selezione sino ad arrivare alla valutazione delle aree e dei Paesi». Un esempio in questo senso è stato il progetto, implementato nel 2014, [San Juan de Marcona](#),⁶⁵ in Perù, nell'area Nazca: un piano strategico che prevede interventi riguardanti la sicurezza e il primo soccorso nell'attività di pesca, con la contemporanea installazione di nuove tecnologie e l'implementazione di una *micro-grid*, la quale fornirà energia sostenibile su tutto il territorio.

E' proprio tramite questo modello che Enel ha ridefinito il proprio approccio di business, focalizzando la propria strategia di crescita su obiettivi quali la totale decarbonizzazione, e orientando gli investimenti su rinnovabili e digitalizzazioni delle reti. L'integrazione della sostenibilità nel business ha permesso ad Enel di raggiungere 4 dei 17 obiettivi di sviluppo sostenibili stabiliti dall'Onu, nel piano strategico 2017-2019 presentato a Londra nel novembre scorso: l'accesso all'educazione; il superamento dell'energy divide e l'accesso sostenibile esteso a tutto il territorio; la promozione di una crescita economica sostenibile e dell'occupazione nei territori in cui opera l'impresa; e, infine, il contrasto al cambiamento climatico.

⁶⁴ <https://www.enel.com/it/media/news/d201703-sostenibilita-dalla-strategia-azione.html>

⁶⁵ <http://sustainabilityreport2014.enel.com/it/relazioni-responsabili-comunita/altri-progetti-2014#start>

3.1.2 Piano Strategico 2017-2019

In base all'aggiornamento della *Strategia Energetica Nazionale (SEN 2017)* sono stati definiti nuovi obiettivi che l'Enel deve perseguire entro il 2030, coerenti con gli scenari elaborati a livello UE, quali, fra tutti, il *Clean Energy Package*, da perseguire tenendo conto del rapporto costo-beneficio delle misure e ricorrendo a soluzioni strutturali idonee a recuperare il gap di prezzo esistente rispetto ai competitors⁶⁶.

Lo scenario strategico mostra una buona evoluzione tendenziale del grado di sostenibilità del sistema energetico, consistente in stabilizzazione dei consumi, riduzione delle emissioni di gas serra e incremento delle fonti rinnovabili in tutti i settori.

Negli obiettivi al 2030 descritti nella bozza del *Clean Energy Package*, si prevede la contrazione dei consumi di gas naturale e dei prodotti petroliferi, con un conseguente calo dei consumi primari.

Nell'ambito della Strategia Energetica Nazionale, ulteriori obiettivi proposti riguardano:

1. le *rinnovabili elettriche*: cioè nuovi investimenti in rinnovabili attraverso premi incentivanti sulla produzione, estendendo anche lo strumento delle aste competitive;
2. le *rinnovabili termiche*: ovvero lo sviluppo potenziale del teleriscaldamento urbano ed extra urbano rispettando criteri di efficienza, e il ridimensionamento delle biomasse;
3. le *rinnovabili trasporti*: in conformità alla Direttiva 1513/2015 si promuoverà il progressivo passaggio a tipologie di carburanti a basse emissioni di gas serra e l'utilizzo di quote medie di combustibili avanzati. In Italia si sta già intervenendo per raggiungere questo obiettivo con l'ampliamento del mercato Mondiale delle auto elettriche, con la diffusione delle auto ibride plug-in e 100% elettriche, con l'incentivazione all'uso del biometano dei trasporti, e con l'uso di biocarburanti avanzati.

Il 22 novembre 2016, a Londra, il Gruppo Enel ha presentato il piano strategico 2017-2019 ai mercati finanziari e ai media⁶⁷. Nel discorso tenuto da Francesco Starace in occasione della presentazione del piano strategico 2017-2019, si ribadisce come gli obiettivi preposti all'inizio del 2015 dal Gruppo Enel sono stati raggiunti con un anno di anticipo grazie alla spinta del modello di business sostenibile che è stato creato dall'Impresa stessa, e vi è dunque la possibilità di implementare ulteriormente la loro strategia imprenditoriale. Stando alle parole di Starace, «Enel è ora dotata infatti di un'organizzazione più focalizzata, efficiente e remunerativa».

⁶⁶ www.enea.it/it/seguici/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2017.pdf pag.17

⁶⁷ https://www.enel.com/content/dam/enel-common/press/it/1666492-1_PDF-1.pdf

Il Gruppo ha ribadito di voler arrivare a conseguire un EBITDA ordinario di 15,5 miliardi di euro entro la fine del 2017, per poi salire ulteriormente a 17,2 miliardi fra due anni⁶⁸. L'Impresa ha stimato un utile netto ordinario di circa 3,6 miliardi di euro nel 2017, con una crescita tendenziale negli anni successivi, arrivando a raggiungere 4,7 miliardi nel 2019; in crescita quindi rispetto al piano precedentemente stabilito.

Obiettivi finanziari					
	2016	2017	2018	2019	CAGR (%) 2016-19
EBITDA ordinario (Mld di euro)	~15,0	~15,5	~16,2	~17,2	~+5%
Utile netto ordinario (Mld di euro)	~3,2	~3,6	~4,1	~4,7	~+14%
Dividendo minimo per azione (€)	0,18	0,21	-	-	~+22%
Pay-out ratio	55%	65%	70%	70%	+15 p.p.
Flusso di cassa operativo / Indebitamento finanziario netto	25%	26%	27%	30%	~+5 p.p.

 In crescita rispetto al piano precedente

Figura 24: Piano strategico-finanziario 2016-2019 di Enel

Il Gruppo prevede un piano di investimenti complessivo di circa 20,9 miliardi di euro, nel triennio compreso tra il 2017 e il 2019, con due tipologie di investimenti, focalizzati sulla manutenzione e sulla crescita, pari, rispettivamente, al 40% e al 60% del budget aziendale messo a disposizione.

Oltre ad aver realizzato prima del previsto i quattro principi fondamentali su cui si fonda la propria strategia di Business (efficienza operativa, crescita industriale, gestione attiva del portafoglio e remunerazione degli azionisti), l'Impresa ha integrato nel proprio piano strategico anche altri due fattori – *la digitalizzazione* e *l'attenzione al cliente* – al fine di creare ulteriore valore e favorire la crescita del Gruppo. Secondo Starace, infatti, «l'insieme di queste azioni intraprese aiuterà a sostenere la crescita degli utili e la generazione di cassa, lasciando, allo stesso tempo, invariato lo slancio nella Nostra traiettoria di crescita.»

⁶⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-11-22/enel-utili-ed-ebitda-crescita-piano-2017-2019-080524.shtml>

Andando ad analizzare a fondo il Piano strategico intrapreso dal Gruppo nel triennio 2017-2019, è possibile schematizzarlo in 5 *principi fondamentali*:

1) Efficienza operativa

Attraverso una riduzione dei costi operativi sostenuta dalla *digitalizzazione*, il Gruppo prevede di raggiungere come obiettivo una riduzione, in termini di *cash cost*, di circa 10,6 miliardi di euro nel 2019, rispetto agli 11,6 miliardi sostenuti nel 2016, riuscendo quindi a generare una diminuzione nominale del 9%. Il Gruppo ha pianificato infatti un abbassamento dei *cash costs* tramite una riduzione degli investimenti in manutenzione ed un'ottimizzazione dei costi operativi.

2) Crescita industriale

Tale strategia si fonda anch'essa su un *piano di digitalizzazione* degli asset implementato dal Gruppo, focalizzato principalmente sul business delle *reti* e delle *fonti rinnovabili*.

Tale piano, infatti, produrrà maggiori investimenti nel *settore retail* e nel settore delle reti, oltre che generare una crescita degli investimenti nella digitalizzazione del cliente e nel promuovere una forza lavoro maggiormente digitalizzata. Tale strategia, al pari di quella precedentemente descritta, consentirà una riduzione dei costi operativi e la generazione di risorse aggiuntive per la crescita del Gruppo. Come accennato in precedenza, la crescita industriale è centrata in via principale anche sul lato delle fonti rinnovabili, tant'è vero che Enel, specialmente negli ultimi anni, ha confermato un solido primario nazionale e mondiale sul settore dell'energia rinnovabile. Tale posizione di leadership ha infatti permesso al Gruppo di poter implementare un modello di business a minore intensità di capitale, denominato *BSO* ("*Build, Sell and Operate*"): tale modello consentirà all'Impresa di capitalizzare più rapidamente la sua pipeline di "progetti rinnovabili", riducendo al contempo il profilo di rischio dell'Impresa e accelerando la creazione di valore. Complessivamente, quindi, il Gruppo prevede di generare un EBITDA complessivo di circa 4 miliardi di euro nel triennio 2017-2019, con opportuni investimenti in tre specifici settori: reti, fonti rinnovabili e sul segmento retail.

3) Semplificazione della struttura del Gruppo

Al fine di ridurre la complessità dell'Azienda e incrementare, allo stesso tempo, l'efficienza operativa, Enel ha reso la struttura societaria più snella. Il processo di semplificazione, ancora in corso, è stato avviato nel 2004, attraverso molteplici operazioni, come la separazione delle attività iberiche da quelle dell'America Latina, la ristrutturazione delle attività latinoamericane e il completamento del delisting di *Enel Green Power*, con la piena integrazione di quest'ultima nel Gruppo Enel. Inoltre, tra queste operazioni di semplificazione societaria, occorre citare anche la fusione per incorporazione avvenuta negli anni precedenti da tre controllate di Enel: *Endesa Americas* e *Chilectra America*, le quali sono state acquisite da *Enersis Americas*. Inoltre continua il *piano di rebranding* avviato da Enel, il quale verrà esteso negli anni seguenti anche alle varie controllate del Gruppo. Tale piano di semplificazione prevede complessivamente una riduzione del 55% del numero di società coinvolte nel Gruppo.

4) Gestione attiva del portafoglio

Enel ha incrementato il suo programma di gestione attiva del portafoglio a 8 miliardi di euro, a fronte dei precedenti 6 miliardi comunicati nel 2015.

Attualmente, lo stato di avanzamento del programma risulta essere già arrivato al 70%, in meno di due anni. Il nuovo programma ha come obiettivo la rotazione di asset su base triennale: il Gruppo mira principalmente a dismettere, nei prossimi 3 anni, asset per un valore pari a circa 3 miliardi di euro, reinvestendo parte del ricavato nell'acquisizione di *partecipazioni di minoranza*, soprattutto in America Latina, e, eventualmente, attuando un programma di riacquisto di azioni proprie (qualora il Gruppo non dovesse riuscire a completare l'acquisto di tali partecipazioni nel breve termine). Enel mira ad ottenere un totale di 3 miliardi avviando operazioni di dismissione sugli asset di generazione da fonte termoelettrica, sugli asset di fonti rinnovabili (implementando il *modello BSO* descritto in precedenza), e attraverso la vendita di asset minori in America Latina, mantenendo però al contempo la propria flessibilità finanziaria.

5) Remunerazione degli azionisti

Nel piano industriale messo in atto da Enel vi è incluso anche un miglioramento della propria politica dei dividendi, con la previsione di un pay-out del 65% (rispetto al 60% del piano precedente), con riferimento all'utile netto prodotto nel 2017, e un progressivo incremento di tale percentuale negli anni successivi, arrivando al 70% dell'utile netto ordinario negli esercizi 2018 e 2019.

In conclusione, quindi, il piano strategico appena descritto pone come obiettivo comune quello di aumentare la focalizzazione, la coerenza e l'efficienza del Gruppo.

3.2 Enel Green Power: un'impresa in continua crescita

3.2.1 Nascita di EGP

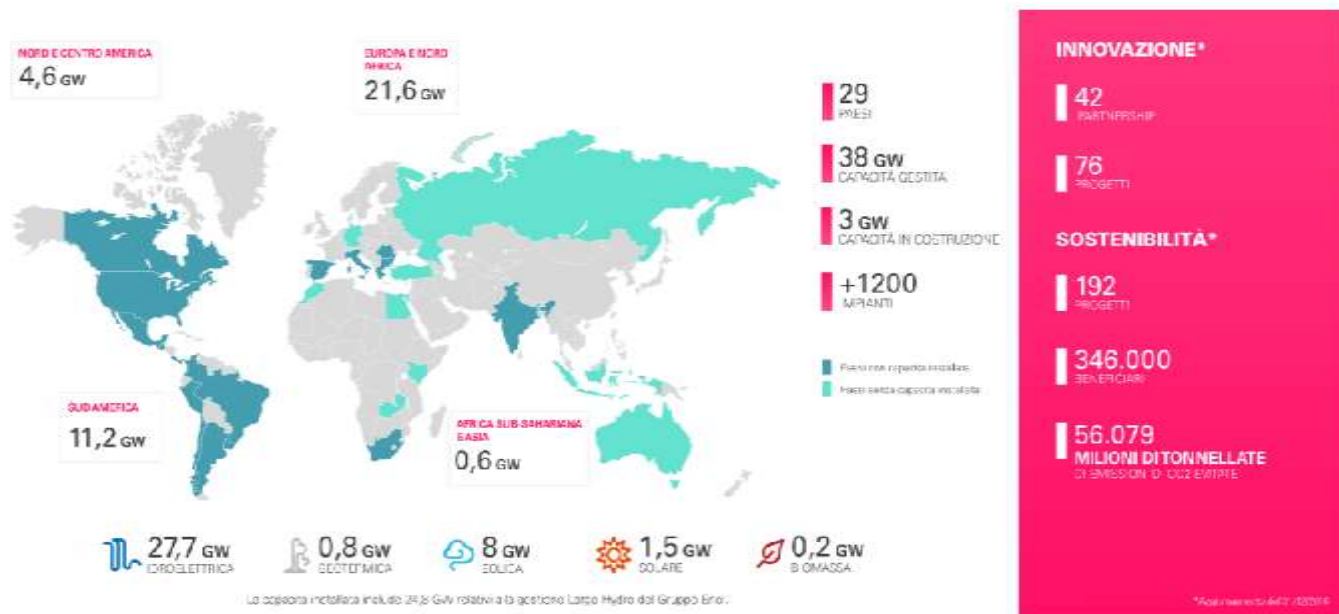


Figura 25: Quadro generale di EGP (Enel Green Power) nel 2017⁶⁹

Per capire le motivazioni che hanno spinto Enel a costituire una Società finalizzata principalmente alla produzione di energia rinnovabile, occorre andare indietro di cent'anni⁷⁰, all'epoca della prima grande elettrificazione nazionale e della nascita delle prime centrali idroelettriche. In particolare, il settore dell'idroelettrico conobbe un repentino sviluppo il quale però si fermò di colpo nel 1963, con la nazionalizzazione di quasi tutte le più grandi centrali elettriche italiane private e con la contemporanea nascita di Enel.

Oltre a ciò, ci furono altri 3 fattori che determinano la crisi dell'idroelettrico:

- 1) *Il boom economico degli anni '60*, quando ormai le centrali idroelettriche non bastavano più per far girare le fabbrichette che inondavano la Brianza e per far marciare le migliaia di lavatrici che venivano acquistate quotidianamente dagli italiani.
- 2) *Il valore del terreno*. Infatti, almeno fino al 1960, era alquanto facile far sgombrare i pastori, con tutte le loro attività rurali, per permettere l'inondazione e l'allagamento delle vallate tramite bacini artificiali. Oggi invece, le vallate italiane sono abitative e produttive, e quindi territori protetti e salvaguardati dallo Stato.

⁶⁹ <https://www.enelgreenpower.com/it/chi-siamo.html>

⁷⁰ <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/dossier/Economia%20e%20Lavoro/risparmio-energetico/business/rinnovabili-enel-greenpower.shtml?uuid=43262b92-f1fd-11dd-ba33-8852ec7bfa32&DocRulesView=Libero>

- 3) *La Chernobyl dell'elettrico*: ovvero il drammatico evento accaduto nell'Ottobre del '63, quando una montagna franò nel bacino del Vajont, causando all'incirca due migliaia di morti.

«Oggi non si può più pensare di investire nel settore dell'Idroelettrico – sostenne Francesco Starace nel 2008, attuale ad di Enel e l'allora Direttore della Divisione Energie Rinnovabili di EGP – perché ormai in Italia non ci sono più le condizioni per attuare con successo una simile strategia. Piuttosto, investiamo per migliorare il rendimento delle risorse geotermiche e soprattutto nelle nuove fonti rinnovabili, come il segmento solare o eolico».

Per rispondere a tali necessità, nello stesso anno nacque Enel Green Power, la società del Gruppo Enel dedicata allo sviluppo e gestione delle attività di generazione di energia da fonti rinnovabili in Italia e nel resto del mondo. Alla società nascente venne affidata la gestione di tutte le attività di Enel nel settore eolico, idroelettrico, geotermico, solare e biomasse⁷¹.

EGP rappresenta la prima realtà italiana con un business integrato a livello mondiale nel settore delle energie rinnovabili ed è leader in Europa per capacità produttiva: il Gruppo produce infatti oltre 17 miliardi di chilowattora, sufficienti a soddisfare circa 6,5 milioni di famiglie italiane, evitando annualmente la diffusione nell'atmosfera di oltre 10 milioni di tonnellate di CO₂, gas serra ritenuto una delle principali cause del cambiamento climatico.

Appena costituita, la Società nasceva già con l'obiettivo prossimo di trovare ulteriori soci tramite una quotazione in Borsa ad azionariato diffuso.

Francesco Starace commentò così la nascita di Enel Green Power: «così come Enel, il nostro Gruppo crede fermamente che lo sviluppo di fonti rinnovabili possa dare un enorme contributo alla salvaguardia della qualità dell'ambiente e alla sicurezza dell'approvvigionamento energetico. Il nostro obiettivo è quello di valorizzare al meglio le fonti rinnovabili, affermandosi in questo settore anche a livello internazionale - EGP infatti, già nel 2008, poteva contare su una diffusa presenza a livello internazionale, operando in Paesi dell'America Latina, Centro e Nord America, Africa Subsahariana e in alcuni Paesi d'Europa - e confermandosi leader in Italia, soprattutto nel mercato del solare, dell'eolico, del geotermico e dell'idroelettrico.»

A EGP fa capo anche **Enel.si**, impresa leader in Italia nel mercato del solare termico e del fotovoltaico, avendo una quota della Società del 35%, e che opera sia direttamente, sia indirettamente, tramite una rete di franchising con oltre 400 installatori in tutto il Paese.

⁷¹ <https://www.enel.com/it/media/press/d200812-nasce-enel-green-power-al-via-una-nuova-stagione-delle-rinnovabili-in-italia-e-nel-mondo.html>

Oggi, EGP è la società più internazionale al mondo, tra quelle che producono chilowattora verdi. Essa conta infatti Centrali per circa 4500 megawatt di capacità installata, di cui 2500 solo in Italia. Da come è possibile dedurre dalla Figura 25, i Paesi principali in cui opera EGP, al di fuori dell'Italia, sono America del Nord (Messico, Canada e Stati Uniti), America centrale e America latina (Brasile, Cile, Panama, Guatemala, Salvador e Costa Rica), ed Europa. In particolare, nella regione Europea il gruppo è riuscito ad acquisire una certa rilevanza soprattutto in Spagna (riuscendo a costituire molte Centrali eoliche attraverso il 50% della joint venture *Union Fenosa Renovables*), Grecia, Romania, Bulgaria e Francia.

Per produzione (17 miliardi di KW prodotti solo nel 2008) e per fatturato, EGP è la società numero uno al mondo. «Ci possiamo permettere di reinvestire ogni anno il 60-70% dell'Ebitda perché, rispetto ad altre Imprese, siamo meno dipendenti dal debito per finanziare la crescita - commenta Starace – e, tra i prossimi investimenti, EGP prevede la produzione “in casa” di pannelli solari. Inoltre, c'è anche il programma di aprire a nuovi soci: il primo passo sarà quello di vendere a grandi investitori una quota del 30/40 % del Gruppo (mantenendo pur sempre la quota di maggioranza del Gruppo, sottolinea Starace), per poi aprirsi anche ai piccoli investitori in un secondo momento, quotando in Borsa Green Power con un'Opv (Offerta Pubblica di Vendita), quando il mercato diverrà più incoraggiante.»

3.2.2 Enel Green Power-F2i: nascita del leader del fotovoltaico

Oltre alla posizione assunta in campo nazionale e globale, EGP ha concluso, nel corso della sua esistenza, anche diverse operazioni di M&A. Tra queste, una delle principali operazioni fu la partnership stretta con **F2i** (Fondo Italiano per le infrastrutture)⁷². F2i è una delle Imprese leader, in Italia, nel settore delle infrastrutture, ed ha fatto dell'energia e delle fonti rinnovabili le sue primarie direttrici di crescita. Specialmente negli ultimi anni, l'Impresa è stata molto presente nel campo delle partnership: basti ricordare la partecipazione al riassetto nel settore concluso da *Edison* e *Edf*, avvenuta verso le fine del 2014, con la costituzione di un polo di energie rinnovabili caratterizzato da quasi 600 megawatt di capacità installata.

Nell'ottobre del 2015⁷³, infatti, *Enel Green Power S.p.A.* e *F2i SGR S.p.A* hanno siglato un accordo, perfezionato poi nel dicembre dello stesso anno, riguardante la creazione di una *joint venture* paritetica: progetto finalizzato alla creazione di un soggetto unico, con ambizioni da aggregatore, nel settore dell'energia solare in Italia. Per realizzare il futuro leader nel fotovoltaico, il colosso italiano delle rinnovabili, ha

⁷² <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-08-23/f2i-egp-nasce-leader-fotovoltaico-081349.shtml?uuid=ACS8DbI>

⁷³ <https://www.enelgreenpower.com/it/media/press/d201512-enel-green-power-e-f2i-perfezionano-la-creazione-di-una-joint-venture-nel-fotovoltaico-in-italia-.html>

messo a disposizione tutto il proprio parco fotovoltaico nel Paese: attualmente, infatti, Enel ha in totale impianti per 433 megawatt di capacità installata sparsi in molteplici Paesi, quali Italia, Penisola Iberica, Nord America, Romania, Grecia, Cile e Sudafrica. Nello specifico, 120 megawatt sono riferibili unicamente all'Italia e sono stati quindi destinati tutti a far parte dell'accordo stipulato con F2i.

D'altro canto, l'impresa leader nel campo delle infrastrutture ha messo a disposizione dell'accordo 150 megawatt.

Nel complesso, quindi, la Joint Venture ha permesso di realizzare una nuova realtà con un portafoglio cumulativo di circa 270 MW di capacità installata. Inoltre, l'operazione ha avuto un effetto positivo sull'indebitamento netto finanziario di Enel Green Power di circa 120 milioni di euro.

Sul piano tecnico, l'operazione è stata realizzata con la scorporazione delle attività di EGP in una newco, nella quale sono stati poi conferiti gli asset nel fotovoltaico di F2i. Il veicolo nascente è stato dunque partecipato con quote paritetiche e con la condivisione della governance tra le due Imprese coinvolte. Questo però è stato solo il primo step di una strategia a più ampio respiro che punta, nel lungo termine, a far divenire la società un polo aggregante di impianti solari. Come riferito da alcuni osservatori, uno degli obiettivi principali della JV è quello di raddoppiare la capacità installata, in termini di megawattori, oggi in dotazione.

Si può dire che EGP e F2i hanno sfruttato la fase piuttosto delicata che il settore dell'energia solare sta vivendo negli ultimi anni in Italia. Nel 2014, infatti, a seguito dell'approvazione del decreto legge n.91 del 24 Giugno, lo scenario del comparto fotovoltaico è mutato profondamente: il decreto normativo ha infatti fortemente modificato il regime incentivante per gli impianti solari di potenza superiore ai 200 kilowattori. Il punto critico è che tale decisione di Legge è stata presa in un periodo in cui il settore del fotovoltaico stava attraversando già una fase di decrescita, iniziata nel 2012. Ma tutti questi fattori richiederanno necessariamente, negli anni successivi, una ripresa strutturale del settore; di conseguenza, F2i e Enel Green Power, con questa mossa, hanno puntato ad anticipare un trend di ricrescita del fotovoltaico.

In sostanza, la nuova Joint Venture è stata fondata con l'obiettivo di diventare, nel breve termine, leader nazionale del mercato fotovoltaico. Dal punto di vista di Enel Green Power, l'operazione è stata intrapresa per cogliere opportunità di creazione di valore tramite una gestione attiva del proprio portafoglio di asset.

Tra gli obiettivi messi a punto dalla nuova Joint Venture, emerge il piano di acquisizioni stipulato a inizio 2016 riguardo due target importanti⁷⁴: si tratta dei portafogli di asset messi sul mercato italiano recentemente da due fondi americani quali *9Ren* (controllata di *First Reserve Corporation*) e *Silver Ridge*; il valore complessivo delle due compagnie si

⁷⁴ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-02-07/egp-e-f2i-gara-fotovoltaico-081448.shtml?uuid=ACKeGUPC>

aggira sui 200 milioni di euro. Si tratta di pacchetti acquisitivi consistenti per una capacità totale installata di circa 210 megawatt.

Sino ad ora, la Joint Venture EGP-F2i ha solo avanzato manifestazioni d'interesse per una tale operazione, senza però ancora averla implementata. Ma, qualora riuscissero ad acquisire questi asset in vendita, la Joint Venture riuscirebbe a raggiungere il risultato di raddoppiare la propria capacità installata, in termini di megawattori, nel giro di pochi mesi. Attualmente, il target della JV è quello di acquistare circa 500 megawatt di impianti solari entro due anni. Un altro degli obiettivi principali della nuova JV, da conseguire nel breve termine, è ottenere un upside tramite il rifinanziamento degli impianti, facendo leva sulla possibilità di fare massa critica e sui vantaggi di Egp, la quale può infatti attingere risorse dalla capogruppo Enel.

Oltre agli asset di fondi americani, la JV sta guardando anche ad altri traguardi, come quello di acquisire i vari impianti più significativi che sono finanziati attualmente da banche quali Intesa Sanpaolo e Unicredit, concedendo loro leasing e prestiti ad un tasso di rifinanziamento più basso, rispetto a quello offerto dalle banche appena citate.

3.2.3 Focus di Enel Green Power nel mondo

Andando a fare il quadro globale di Enel Green Power, occorre innanzitutto ribadire che il colosso italiano è presente in tre continenti, sette Paesi e con oltre 20 impianti⁷⁵ diffusi in tutto il mondo. I progetti attualmente in realizzazione, a livello globale, interessano tutte le tecnologie per la produzione di energie da fonti rinnovabili: eolico, idroelettrico, solare, biomassa e geotermia crescono e si diffondono tra le Americhe, Africa e Europa. Nella sola America Latina EGP ha in esecuzione progetti che superano i 1000 megawattori per capacità installata, tra Brasile e Cile; in Sudafrica, grazie alle diverse gare pubbliche cui ha partecipato, EGP si è aggiudicata circa 1200 megawatt di energia eolica e solare.

Partendo dal **Nord America**⁷⁶, è possibile menzionare le recenti gare pubbliche vinte da EGP in Messico, le quali hanno conferito al Gruppo il diritto di instaurare tre progetti solari fotovoltaici, con una capacità installata complessiva di circa 1 GW. Con questa aggiudicazione, EGP ha rafforzato ancor di più la sua posizione come il più grande operatore di energia rinnovabile in Messico, in termini di capacità installata e di asset di portafoglio.

⁷⁵ <https://www.enelgreenpower.com/it/media/news/d201610-il-cantiere-globale-di-enel-green-power.html>

⁷⁶ <http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/enel-green-power-un-impianto-ibrido-a-tre-rinnovabili-negli-usa>

Dall'altra parte del Continente invece, in **Brasile**, sono attualmente in corso costruzioni di impianti che porteranno nel Paese sudamericano circa 444 megawatt di capacità installata. In particolare, l'ultimo cantiere implementato dal Gruppo in questo Paese è stato l'impianto eolico di *Delfina* (180 Megawatt) e, inoltre, sono già in fase avanzata diversi lavori che riguardano il settore del solare e dell'idroelettrico: come, ad esempio, l'impianto di *Ituverava* (254 Megawatt), che diverrà, una volta ultimato, il più grande parco fotovoltaico mai costruito da EGP; riguardo il settore dell'Idroelettrico, invece, l'impianto di *Apiacas* porterà alla messa in esercizio di tre centrali ad acqua fluente per un totale di 103 Megawatt di capacità installata. Anche in Brasile, così come in Messico, EGP è leader nel settore del solare, in termini di progetti di investimento e di capacità installata. Inoltre, proprio negli ultimi mesi il Gruppo ha ottenuto l'autorizzazione alla gestione di due impianti idroelettrici già operativi nel Paese sudamericano.

Anche in **Cile** sono in corso diversi progetti, da parte del Gruppo EGP, i quali, sommati tra di loro, dovrebbero apportare al Paese circa 600 megawatt di capacità installata. Una volta finalizzate tali operazioni, Enel Green Power potrà contare, nel Paese latinoamericano, una capacità installata complessiva di circa 1200 Megawatt. Tra i progetti in corso di esecuzione occorre menzionare la costruzione di *Cerro Pabellón*, il quale diverrà il primo impianto geotermico dell'intero Continente, con una capacità installata complessiva di circa 48 Megawatt, e la costruzione del campo solare *Finis Terrae* (160 Megawatt), destinato a divenire il più grande parco fotovoltaico del Cile.

Sempre in Sudamerica, EGP, tramite la controllata **Enel Green Power Perù**, a seguito di una gara pubblica per le energie rinnovabili organizzata dal governo peruviano, si è aggiudicata il diritto di stipulare nel Paese americano contratti di fornitura di energia per 180 Megawatt di fotovoltaico, 126 Megawatt di eolico e 20 Megawatt di idroelettrico⁷⁷. La costruzione degli impianti ha richiesto un investimento complessivo pari a 400 milioni di dollari.

Grazie a queste operazioni di fornitura, il Gruppo diverrà, entro il 2018, l'unica azienda ad operare con impianti in tre diverse tecnologie rinnovabili in Perù.

Molteplici poi sono i progetti avviati negli **Stati Uniti**, tra i quali ricordiamo l'avvio del cantiere di *Drift Sand* in Oklahoma. Sempre negli USA, ad oggi Enel ha installato circa 1 Gigawatt di capacità installata di energia del vento: gli impianti eolici sono attualmente sei, tra i quali uno degli impianti più recenti è stato *Little Elk* (74 Megawatt).

Nel marzo 2016, EGP ha inaugurato a Fallon, nel Nevada, l'impianto ibrido a energia rinnovabile *Stillwater*⁷⁸: la prima centrale, a livello globale, a combinare tecnologie basate sul geotermico, sul solare termodinamico e sul solare fotovoltaico nello stesso impianto. L'integrazione di differenti tecnologie in uno stesso sito permette di aumentare la disponibilità della risorsa energetica rinnovabile e di ridurne, allo stesso tempo, l'intermittenza: il geotermico ed il solare (termodinamico e fotovoltaico), infatti, sono

⁷⁷ <http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/enel-green-power-ottiene-contratti-in-peru>

⁷⁸ <http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/enel-green-power-un-impianto-ibrido-a-tre-rinnovabili-negli-usa>

complementari, in quanto la produzione di energia solare aumenta nei giorni più caldi e soleggiati dell'anno, a differenza invece dell'energia geotermica (cui invece avviene l'esatto opposto).

Enel Green Power opera anche in **Africa**, dove l'energia solare ed eolica ne guidano lo sviluppo. Nel 2015, EGP ha partecipato alle diverse fasi delle gare pubbliche del *Renewable Energy Independent Power Producer Procurement Programme* (REIPPPP), promosse dal governo africano, aggiudicandosi oltre 1200 Megawatt di energia solare ed eolica, ed aumentando ulteriormente la loro influenza nel continente africano. Infatti, prima di tali gare pubbliche, il Gruppo già aveva implementato circa 10 Megawatt di capacità installata nel campo del fotovoltaico. A tale produzione, si sono aggiunti circa 513 Megawatt di progetti eolici e solari, assegnati dalla terza fase della gara del REIPPPP, e altri 705 Megawatt aggiudicati con la quarta fase.

EGP si sta estendendo progressivamente anche in Nord Africa, in **Marocco**⁷⁹, puntando a crescere specialmente nel settore dell'eolico. Nel 2016 infatti, Enel Green Power, in consorzio con la società energetica marocchina *Nareva Holding*, si è aggiudicato il diritto di sviluppare, costruire, progettare, finanziare e gestire cinque progetti eolici nel Paese Nordafricano, con una capacità installata totale di circa 850 Megawatt. L'investimento richiesto, per l'implementazione di tale operazione, è stato di quasi 1 miliardo di euro; i parchi eolici dovrebbero essere ultimati e, di conseguenza, divenire operativi, tra il 2017 e il 2020.

Sebbene Enel Green Power sia ormai una realtà consolidata ed affermata in tutto il mondo, l'**Europa**⁸⁰ rimane la sua primaria fonte di ricchezza. Oggi, in Europa, EGP conta circa 3407 Megawatt di capacità installata, pari a circa il 57% sul totale della capacità installata dal Gruppo. Negli ultimi mesi, EGP ha riscontrato molteplici successi, specialmente nel settore dell'eolico, con l'apertura di molteplici cantieri e la messa in rete di nuovi impianti.

In particolare, il colosso dell'energia rinnovabile è presente innanzitutto nella **Penisola Iberica**, dove si è istaurata grazie all'integrazione delle attività rinnovabili di Enel ed Endesa. In questo territorio, EGP ha una capacità installata di 1.409 Megawatt e 138 impianti distribuiti tra **Spagna** e **Portogallo**. Complessivamente, Enel Green Power conta oggi circa 1778 Megawatt di energia eolica in tutta la Penisola Iberica, di cui 126 MW in Portogallo e 1652 MW in Spagna. Da come si può evincere dal testo, la Spagna rappresenta una delle principali fonti strategiche di produzione e diffusione di energia eolica. Proprio in Spagna infatti, nel mese di Marzo, *EGP España*, controllata di Enel Green Power, ha collegato l'impianto di *Angosturas* con la rete di *Madroñales*, due nuovi impianti eolici di Malaga, per un totale di 70 Megawatt di capacità installata.

⁷⁹ <http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/enel-green-power-punta-a-crescere-nell-eolico-marocchino>

⁸⁰ <http://www.9colonne.it/62054/enel-gp-strategie-di-crescita-in-europa#.WcUIKshJbIV>

Francesco Starace ha commentato così l'influenza di EGP sulla penisola iberica⁸¹:
«L'entrata in esercizio di questi nuovi impianti eolici nella penisola iberica confermano l'impegno di Enel Green Power verso lo sviluppo nel mercato spagnolo e portoghese. Il nostro obiettivo è quello di mettere in esercizio i nostri progetti iscritti nel Preregistro, in linea con le scadenze pianificate e la crescita prevista del settore.»
Attualmente, EGP opera nella penisola iberica tramite *Enel Green Power España (EGPE)*, controllata per il 60% da EGP, mentre il restante 40% è detenuto da Endesa.

Anche in **Francia** EGP sta estendendo sempre di più la propria influenza: attualmente il Gruppo sta costruendo un parco eolico da 8 Megawatt nella regione *Nord-Pas-de-Calais* ed ha impianti eolici per 170 Megawatt, già operativi.

Il Gruppo si sta sviluppando anche in **Romania** e in **Bulgaria**.

In particolare, in Bulgaria EGP ha già implementato due impianti eolici, per una capacità complessiva di 42 Megawatt.

La Romania invece rappresenta uno dei Paesi più interessanti per gli investimenti nell'eolico: i piani del Gruppo, infatti, prevedono di accrescere la propria capacità installata nell'energia eolica di circa 4000 Megawatt entro il 2020. Nel Paese Balcanico, EGP opera con 9 impianti, per una capacità complessiva di 498 Megawatt, ed ha prodotto negli ultimi anni una consistente crescita, tanto da far valere al Gruppo, nel 2016, il titolo di *Romanian Energy Award* nella categoria “*Renewable Energy Company of the Year*”.

La presenza di Enel Green Power nell'eolico europeo si completa con impianti implementati in **Grecia**, che contano circa 200 Megawatt di capacità installata. In questo Paese, infatti, EGP è il terzo produttore nazionale di energia da fonti rinnovabili, con parchi eolici e impianti distribuiti su tutto il territorio, e con una capacità installata di 133 Megawatt.

Infine, in **Italia**, quarto produttore Europeo da fonti rinnovabili, EGP con oltre 2500 Megawatt è leader in tre delle quattro tecnologie principali, ovvero solare, idroelettrica e geotermica.

Come si evince dal “Rapporto Comuni Rinnovabili 2017”, realizzato in collaborazione con Enel EGSE (giugno 2017), l'Italia è un esempio di successo a livello internazionale, con un contributo delle rinnovabili rispetto ai consumi elettrici passato in 10 anni dal 15% al 34,3%.

In Italia sono attualmente in corso la costruzione di due impianti eolici e due impianti a biomasse, per un valore complessi di 89 Megawatt di capacità installata. Tra le ultime operazioni in cantiere implementate nella penisola italiana, ricordiamo gli impianti a biomassa di Macchiareddu (Sardegna) e Finale Emilia (Emilia Romagna), e le centrali per l'energia del vento a Barile Venosa (Basilicata) e San Vito dei Normanni (Puglia).

⁸¹ <https://www.enelgreenpower.com/it/media/press/d201112-enel-green-power-al-via-ulteriori-66-mw-in-spagna-e-portogallo.html>

3.3 Acquisizione Enel-Enel Green Power

3.3.1 Motivazioni di base dell'Operazione

Diverse sono state le motivazioni che hanno spinto ENEL ad acquisire completamente la controllata Enel Green Power⁸².

Innanzitutto, il settore delle rinnovabili ha assunto negli ultimi anni un ruolo sempre più rilevante nel panorama energetico nazionale e globale, sia per la significativa crescita assunta negli ultimi anni dalle tecnologie meno mature, quali il solare e l'eolico, sia per il contributo offerto dai recenti modelli energetici implementati sulla sostenibilità ambientale. Da ciò sorge il bisogno del Gruppo Enel di sviluppare nuove tecnologie che permettano al sistema elettrico di poter progredire verso un modello maggiormente integrato da fonti di generazione convenzionali (e quindi programmabili) e rinnovabili, settore quest'ultimo caratterizzato da un elevato tasso di crescita, a livello sia locale che globale.

A tal riguardo, Enel Green Power nell'ultimo periodo ha conseguito importanti risultati, sia finanziari che economici, riuscendo a portare a compimento i propri obiettivi di crescita ed internazionalizzazione. Infatti dal 2010, anno della sua quotazione in Borsa, ad oggi, si è osservata una crescita del 82,7% della capacità installata rinnovabile (dai 5,8 Gigawatt installati, ai 10,6 GW attuali) ed un incremento dell'EBITDA del 38% (dagli 1,3 miliardi di euro nel 2010 ai quasi 2 miliardi raggiunti nel 2015), accompagnata inoltre da una crescente presenza internazionale (espressa in percentuale rispetto alla capacità installata) salita dal 54% all'attuale 69%.

Alla luce delle evoluzioni avvenute negli ultimi anni nel mercato energetico globale e dei molteplici risultati conseguiti da EGP, Enel ha previsto, in concomitanza la processo di integrazione con la controllata Enel Green Power, un programma quinquennale: tale programma prevede un aumento degli investimenti di sviluppo nel settore delle rinnovabili pari al 50% degli investimenti di crescita dell'intero Gruppo Enel, così da riuscire a cogliere le opportunità di crescita offerte dal mercato, in linea con la strategia di focalizzazione sulle energie rinnovabili.

Il processo di completa integrazione del business delle rinnovabili risulta coerente con la strategia di sviluppo del Gruppo Enel, ed è legato, oltre che a motivazioni strategiche, anche a motivazioni industriali e finanziarie, offrendo perciò opportunità di crescita e di creazione del valore.

⁸² http://www.emarketstorage.com/storage/20151124/20151124_8547.7219857.pdf

In particolare, le motivazioni industriali legati alla Scissione – ovvero la modalità in cui è stata implementata l’Operazione di integrazione del Gruppo con Enel Green Power – seguono due direttrici principali: *la crescita*, e *l’integrazione in senso stretto*.

- Riguardo ***la crescita***, l’Operazione avrebbe permesso al Gruppo Enel una maggior creazione del valore ed un’ulteriore accelerazione degli investimenti, nonché l’implementazione di una strategia di *Active Portfolio Management*. D’altro canto, tale operazione di M&A ha prodotti notevoli vantaggi anche alla controllata Enel Green Power: in un contesto in cui le capacità dimostrate dal Gruppo, specialmente in materia di sviluppo dei progetti di business, eccedono le effettive disponibilità finanziarie, al fine di preservare la propria solidità patrimoniale e in ragione della capacità finanziaria di Enel, l’Integrazione con quest’ultima avrebbe permesso ad EGP di implementare diverse iniziative di crescita nel campo delle rinnovabili.
- Per quanto riguarda la seconda direttrice di creazione del valore, ovvero ***l’integrazione in senso stretto***, essa si fonda su sinergie di natura operativa e gestionale, realizzabili grazie a diversi fattori, quali: la capacità di mettere a fattor comune le rispettive competenze imprenditoriali, con conseguenti benefici in termini di costo; la capacità di amministrare congiuntamente le diverse filiere produttive, con una conseguente diminuzione del rischio; e, infine, la possibilità di usufruire della solidità finanziaria di Enel.

Un ulteriore motivazione economica che giustifica l’implementazione dell’operazione di Acquisizione è la diminuzione del rischio “*merchant*” nei mercati o Paesi in cui operano sia Enel che la controllata EGP. La riduzione del rischio è legata a molteplici componenti, quali: l’integrazione verticale dei due Gruppi coinvolti nell’operazione; la conseguente gestione accentrata delle coperture dei volumi prodotti; una maggiore competitività commerciale, conseguibile attraverso lo sfruttamento delle sinergie prodotte dagli asset rinnovabili e convenzionali; l’ottimizzazione del piano di manutenzione a livello integrato dei parchi convenzionali e rinnovabili.

Di conseguenza, anche nel Green Power aveva differenti motivazioni, le quali hanno portato il Gruppo ad accettare e ad implementare tale Scissione. Quest’operazione, infatti, avrebbe permesso al Colosso delle rinnovabili di beneficiare di una diminuzione di oneri e costi, sia operativi che gestionali, nonché di una maggiore flessibilità gestionale ed organizzativa. Inoltre, a valle dell’Operazione, Enel Green Power avrebbe avuto la possibilità di implementare un processo di semplificazione della struttura di *governance* della società– in linea con l’obiettivo di maggiore focalizzazione sul business domestico delle energie rinnovabili e conseguente riduzione della complessità aziendale–, la quale razionalizzazione avrebbe portato come conseguenze una maggior velocità nei processi decisionali, nonché una maggiore efficienza nel controllo strategico, gestionale e tecnico-operativo del Gruppo.

Infatti, la separazione dal business internazionale ha permesso all'Impresa di focalizzare le risorse economico-finanziarie sul proprio core business in Italia, dove è attualmente in corso un significativo sviluppo delle fonti rinnovabili, rispetto al mercato delle fonti tradizionali. Allo stesso modo, la semplificazione dei processi decisionali e della struttura societaria avrebbe comunque assicurato alle funzioni e alla struttura di *Enel Green Power post Acquisizione* il mantenimento della propria elevata specializzazione, sia in ambito produttivo che di mercato, in maniera armonica e senza discontinuità operative.

In sintesi, l'Operazione di Scissione avrebbe consentito, da un lato, al Gruppo Enel di realizzare progetti di crescita addizionali nel business delle rinnovabili; dall'altro, ciò avrebbe permesso a Enel Green Power di poter usufruire della solidità finanziaria di Enel.

Francesco Starace ha così commentato il proprio punto di vista riguardo tale Operazione: «Enel Green Power è uno dei motori dello sviluppo di Enel, motivo primario per cui sarà al centro del nostro modello integrato di business. La piena integrazione di EGP nel nostro Gruppo ci permetterà di accelerare sia la crescita di EGP sia lo sviluppo di altre linee di business.»

Anche Francesco Venturini, Amministratore Delegato e Direttore Generale di Enel Green Power, ha voluto esprimere la propria opinione a riguardo: «Alla luce della rapida evoluzione del settore energetico e della crescente competitività delle rinnovabili, questo è il momento opportuno per integrare EGP nel Gruppo Enel: il potenziamento della capacità di investimento e la maggiore flessibilità nel cogliere le opportunità di mercato sono solo alcuni dei principali benefici di questa operazione.»

3.3.2 Descrizione delle caratteristiche, modalità e termini dell'operazione

Il 18 Novembre 2015⁸³, a Londra, insieme al nuovo piano industriale per il 2019, I Consigli di Amministrazione di Enel S.p.A. ("Enel") e di Enel Green Power S.p.A. ("EGP") riunitisi nel tardo pomeriggio, hanno approvato il progetto di integrazione di EGP, in seguito ad un accordo predisposto sulla base delle situazioni patrimoniali delle due società partecipanti all'operazione.

L'operazione è stata eseguita mediante una **scissione parziale non proporzionale** ("*Progetto di Scissione*") di EGP in favore di Enel, per effetto della quale:

1. Le attività italiane sono rimaste in capo a EGP, la quale è diventata interamente controllata da ENEL e conseguentemente è stata *delistata*, condotta cioè fuori dalla borsa⁸⁴, sia dal mercato italiano che dai mercati spagnoli.
2. Le partecipazioni estere, in capo a *EGP International B.V.*, sono state assegnate al Gruppo Enel.
3. Gli azionisti di Enel Green Power hanno ricevuto azioni di Enel di nuova emissione, con un rapporto di cambio di 0,486 azioni Enel per ciascuna azione EGP portata in concambio, (il "*Rapporto di Cambio*"), senza conguagli in denaro.

Pertanto, alla data di efficacia della Scissione, da un lato, EGP ha ridotto il proprio capitale sociale in misura corrispondente al valore del *Compendio Scisso* e, dall'altro, Enel ha incrementato il proprio capitale a servizio della Scissione. Precisamente, Enel ha emesso in totale 770.588.712 nuove azioni – aventi valore nominale di 1 euro ciascuna – destinate ai soci di minoranza di EGP; l'assegnazione ai soci di Enel Green Power delle azioni di nuova emissione provenienti dalla Società Beneficiaria, ovvero Enel, è avvenuta a partire dalla data di conclusione della scissione, in base a un regime di dematerializzazione e attraverso l'impiego di intermediari autorizzati.

Inoltre, sempre alla data di efficacia della Scissione, la Società Beneficiaria ha ampliato il proprio capitale sociale (*aumento reale di capitale*) tramite l'emissione sul mercato di un numero complessivo di 1.769.040.000 azioni.

Questo processo di scissione, come ha sottolineato l'ad di EGP Francesco Venturini, «non ha segnato la fine di un progetto, ma, al contrario, la preparazione di un nuovo programma adeguato ad un mutato contesto. Il gruppo Enel - continua Venturini⁸⁵ - ha riconosciuto l'importanza centrale delle rinnovabili e l'operazione ha rappresentato un passo obbligatorio da sostenere, per rispondere alle esigenze di un mercato dell'energia sempre più articolato, con concreti benefici e opportunità per la Società e per tutti i suoi azionisti.»

⁸³ https://www.enel.com/content/dam/enel-com/integrazione-egp---enel-ita/1664792-3_PDF-1.pdf

⁸⁴ <http://formiche.net/blog/2015/12/21/enel-tutti-segreti-della-fusione-di-green-power/>

⁸⁵ http://www.repubblica.it/economia/finanza/2016/01/11/news/enel_green_power-131008059/

La Scissione prevede l'assegnazione da parte di EGP a favore di Enel del *compendio scisso*, rappresentato principalmente:

- (i) Dalla partecipazione totalitaria detenuta dalla stessa EGP in *Enel Green Power International B.V.*, capogruppo olandese che detiene partecipazioni in società operanti nel settore delle energie rinnovabili nel Nord, Centro e Sud America, in India, Sudafrica e Europa.
- (ii) Da attività, passività, rapporti giuridici e contratti connessi con tale partecipazione (ovvero il "*Compendio Scisso*"), e il mantenimento da parte di Enel Green Power di tutti i rimanenti elementi patrimoniali diversi da quelli facenti parte del Compendio Scisso (e quindi, essenzialmente, le attività italiane e le residue partecipazioni estere).

L'operazione è stata definita "scissione parziale non proporzionale" poiché tutte le azioni Enel Green Power detenute da azionisti diversi da Enel sono state concambiate con azioni Enel, mentre Enel ha concambiato solo parte delle azioni detenute dagli azionisti in Enel Green Power, le quali state poi contestualmente annullate⁸⁶.

Pertanto, alla data di conclusione della Scissione:

- Tutti gli azionisti di Enel Green Power diversi da Enel hanno concambiato le proprie azioni con azioni Enel sulla base del rapporto di cambio sopra indicato.
- Il Gruppo Enel ha concambiato parte delle proprie azioni in Enel Green Power con azioni Enel, ed ha successivamente provveduto al loro contestuale annullamento.
- Tutte le azioni Enel Green Power concambiate con azioni Enel sono state dunque annullate, con conseguente riduzione del capitale sociale di Enel Green Power.

⁸⁶ <https://www.enel.com/it/investors1/Integrazione-EGP-Enel-FAQ.html>

Come risultato, quindi, Enel è divenuto l'unico socio di EGP, mentre tutti gli altri soci di Enel Green Power sono diventati azionisti di Enel. Di seguito, i due grafici illustrano l'assetto societario del Gruppo Enel prima e dopo del completamento della Scissione (Enel, prima dell'operazione deteneva già una quota di EGP pari al 68%):

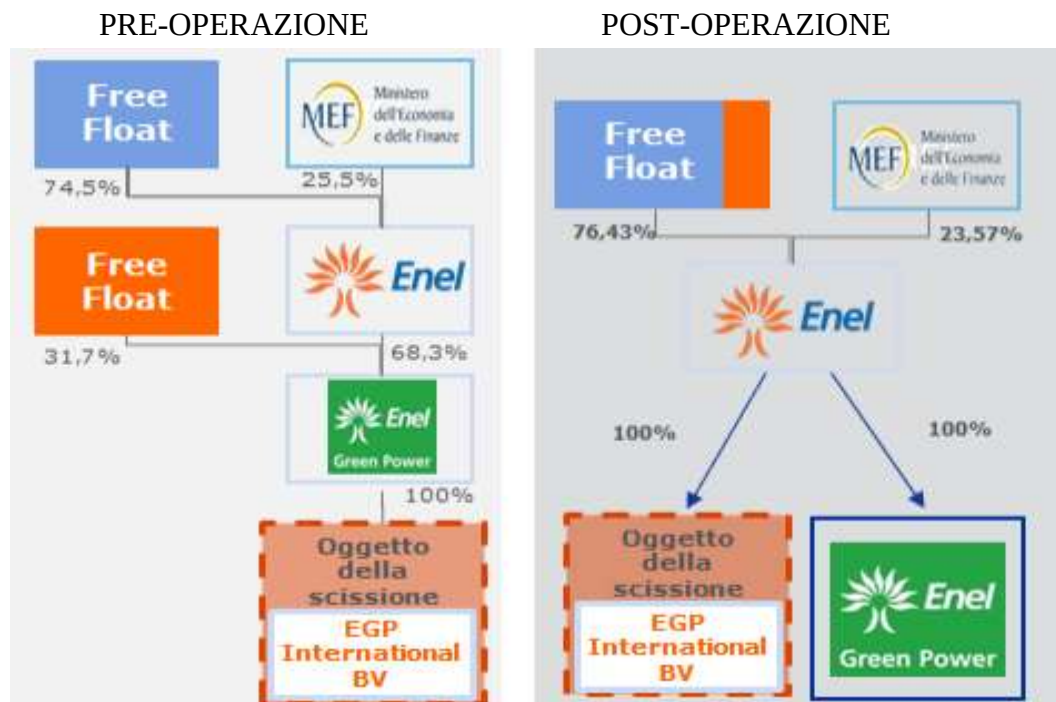


Figura 26: Governance societaria di Enel pre e post Scissione

CONCLUSIONI

Dallo studio svolto, possiamo quindi dedurre che il settore dell'energia è in perpetua crescita, sia a livello nazionale che globale.

In particolare, il settore delle energie rinnovabili ha ormai assunto un ruolo primario nello scenario economico-finanziario europeo. Perciò, coerentemente con la propria strategia di crescita, il colosso energetico italiano Enel ha deciso di sfruttare a proprio vantaggio questo graduale mutamento economico avvenuto sul mercato dell'energia, permettendo prima all'impresa Enel Green Power di accrescersi e di espandersi e, dopo che quest'ultima è arrivata ad assumere un certo rilievo nel contesto globale, Enel ha implementato un'operazione di M&A al fine di acquisirla completamente.

Enel ha focalizzato il perseguimento di obiettivi crescita nel campo delle energie rinnovabili, definendo politiche energetiche europee di lungo respiro, in linea con lo sviluppo graduale e sostenibile del mercato, dimostrandosi capace di riconoscere il trend positivo dell'energia rinnovabile e trasformarlo in un'importante opportunità di diversificazione.

Per giunta, oltre ad essere una delle imprese leader nel mercato elettrico nazionale, il Gruppo Enel ha assunto una certa rinomanza anche per le molteplici operazioni di Acquisizione svolte dopo gli anni 2000. Di conseguenza, per Enel, il campo delle operazioni di M&A non era un territorio inesplorato, constando quindi di poter amministrare con efficienza ed esperienza i rischi legati a questo particolare tipo di operazioni, come ad esempio il rischio di *acculturation*. Perciò, da come si può emergere da quanto scritto precedentemente, tale operazione ha consentito Enel di imporre la propria influenza anche sul campo delle fonti rinnovabili.

Quest'operazione di Acquisizione di EGP non ha fatto altro che dimostrare la continua crescita di Enel, la quale, a mio avviso, nonostante l'adesione al mercato libero che avverrà a inizio 2018, riuscirà nel breve termine a superare il colosso multinazionale Eni Spa, creato anch'esso dallo Stato italiano, considerata attualmente la prima Azienda italiana per fatturato.

Infatti il mercato libero permetterà al consumatore domestico di poter **scegliere il fornitore dal quale acquistare energia elettrica alle condizioni contrattuali più favorevoli e convenienti rispetto alle proprie esigenze**, in maniera completamente autonoma e consapevole⁸⁷.

⁸⁷ <http://tariffe.segugio.it/guide-e-strumenti/mercato-energia.aspx>

Di conseguenza, è vero che la diffusione del *mercato libero* tra le maggiori aziende italiane andrà a limitare la concorrenza, al fine di rendere più efficiente e trasparente il mercato, assicurando al consumatore la finale libertà di scelta tra una **pluralità di fornitori**; ma è pur vero che Enel è uno dei brand più conosciuti al mondo, ed è da sempre stato rinomato per la sua efficienza e per la sicurezza dei propri servizi, a garanzia del cliente. Di conseguenza, secondo la mia personale opinione, l'adesione al mercato libero di Enel non muterà né limiterà la sua crescita, in quanto il numero di consumatori e di clienti rimarrà invariato, se non addirittura tenderà ad accrescersi, seppur nei limiti e nel rispetto della concorrenza.

Un ulteriore segnale che conferma la crescita del Gruppo e il progressivo passaggio dell'Impresa dalla generazione tradizionale a quella rinnovabile, è stato conferito dall'ad Francesco Starace, rilasciata la Sole24Ore nel corso di quest'estate⁸⁸.

In quest'intervista, Starace ha prima elogiato l'acquisita Enel Green Power: «EGP è in grado di installare 2,5 gigawatt di rinnovabili all'anno. Con questi tassi, avremo completato il processo di sostituzione delle fonti convenzionali con quelle rinnovabili nel giro di 15-20 anni»; successivamente, l'ad di Enel ha messo in primo piano la crescente importanza che stanno gradualmente assumendo le rinnovabili nel panorama mondiale dell'energia elettrica: «Recenti ricerche - dice il manager - mostrano come ormai sia più conveniente costruire un impianto rinnovabile nuovo piuttosto che tenerne in esercizio uno convenzionale. Questo implicherà un'accelerazione nel processo di cancellazione degli impianti convenzionali, riuscendo quindi a ridurre le emissioni di anidride carbonica».

A tal riguardo, stando alle parole di Starace, il Gruppo ha dichiarato in passato il perseguimento dell'obiettivo di generazione "*carbon free*", ovvero a emissioni zero, entro il 2050. Ma, stando all'attuale andamento favorevole di EGP sul mercato, il manager di Enel sostiene che probabilmente questo target sarà raggiunto anche prima: «Enel Green Power ha infatti implementato un modello di business che, entro la fine del 2017 Ci consentirà di installare in totale 2.500 megawatt di potenza aggiuntiva. Un record annuale che nessun altro operatore al mondo è mai stato in grado di raggiungere sinora».

Alla luce di quanto detto in precedenza, quindi, si può dunque affermare che negli ultimi tre anni il business di Enel ha cambiato volto, riducendo l'influenza della generazione tradizionale a vantaggio delle rinnovabili, puntando principalmente su innovazione, reti intelligenti e nuovi servizi ai clienti.

⁸⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-08-04/starace-enel-sara-carbon-free-10-anni-anticipo-210328.shtml?uuid=AEspyt8B>

Bibliografia

- Focus Magazine, “Cresce la produzione di energia elettrica: petrolio, carbone, gas e rinnovabili nel 2015” (<https://www.focus.it/>)
- ENEL, “Storia di Enel dal 1962 ai nostri giorni” (www.enelenergia.it)
- Sole24ore, “Enel”, 22 novembre 2016
- Sole24ore, “ENEL, trimestre in crescita e obiettivi confermati”, Alessandra Capozzi, 12 maggio 2017 (http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-12/enel-trimestre-crescita-e-obiettivi-confermati-092046_PRV.shtml?uuid=AEEkk3KB&refresh_ce=1)
- Energy.lifegate, “Luce e gas: addio 'maggior tutela' finalmente, nel 2019. Come aderire al mercato libero” (<https://energy.lifegate.it/blog-gas-e-luce/come-aderire-mercato-libero/>)
- Fire Italia, “Evoluzione del settore elettrico” (<http://www.fire-italia.org/evoluzione-del-settore-elettrico/>)
- Enel, Fondazione Crui, concorso “Energie per la Ricerca”, 7 gennaio 2013, di Osservatorio Energia - 7 gennaio 2013 (<https://www.apertacontrada.it/2013/01/07/enel-fondazione-crui-concorso-energie-per-la-ricerca-7-gennaio-2013/>)
- Mercatoelettrico.org, “Mercato elettrico a pronti MPE” (<http://www.mercatoelettrico.org/it/mercati/mercatoelettrico/MPE.aspx>)
- GME Gestore del mercato elettrico, “Il Mercato Elettrico del GME: finalità, organizzazione e funzionamento”
- GCT, “Energia elettrica: il "decreto Bersani” (<http://www.gct.mi.it/servinfo/energia.htm>)
- Bernardino Billi, Sergio Ligasacchi, “PANORAMA ENERGETICO INTERNAZIONALE E SUA EVOLUZIONE”, 31 Gennaio 2016
- Il fatto quotidiano, “Fonti rinnovabili, un bilancio della produzione di energia in Italia e nel mondo”, di Spazio Economia per Italia Aperta | 15 dicembre 2016 (<http://www.ilfattoquotidiano.it/2016/12/15/fonti-rinnovabili-un-bilancio-della-produzione-di-energia-in-italia-e-nel-mondo/3255344/>)
- Il Sole24ore, “Europa, il paradosso dell’energia. Calano i consumi ma crescono le importazioni”, Riccardo Saporiti, 5 marzo 2017(<http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/03/05/paradosso-dellenergia-calano-consumi-crescono-le-importazioni/>)
- Lifegate, “10 record positivi sull’energia che hanno segnato il 2016”, Cecilia Bergamasco, 28 dicembre 2016, (<http://www.lifegate.it/persone/stile-di-vita/10-record-energia-2016>)
- FederManager, “Una strategia energetica per l’Italia”, aggiornamento 29 marzo 2017
- Commissione Europea, “Realizzare l’unione energetica Europea”, 2016

- ISPRA 21016, “Fattori di emissione atmosferica di CO₂, e sviluppo delle fonti rinnovabili”,
(http://www.isprambiente.gov.it/files/pubblicazioni/rapporti/R_212_15.pdf)
- Manifesto, “L’ENERGIA ELETTRICA PER UN’ITALIA PIÙ PULITA ED EFFICIENTE”, 2017 (<http://qualenergia.it/pro/wp-content/uploads/2017/06/manifesto.pdf>)
- Rapporto IEA, “Electric & Plug-In Hybridvehicles Roadmap” - 2016.
- ENEA, Rapporto di efficienza energetica annuale 2017
- ENEL, Report annuale Enel 2014, “Modello organizzativo di Enel”
- Il Sole24ore, “Enel sbarca negli Stati Uniti”,
(<http://www.ilssole24ore.com/fc?cmd=art&codid=22.0.54259217&chId=14>)
- Wall Street Italia, “ENERGIA: ENEL SBARCA IN SPAGNA E PRENDE VIESGO”, 13 settembre 2001, (<http://www.wallstreetitalia.com/energia-enel-sbarca-in-spagna-e-prende-viesgo/>)
- La Repubblica, “Enel compra Infostrada”, 11 Ottobre 2000,
(<http://www.repubblica.it/online/economia/wind/compra/compra.html>)
- Borsa Italiana, dati di mercato Enel
(<http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/scheda/IT0003128367.html?lang=it>)
- Corriere, “C’è l’accordo, Enel ha tutta Endesa”
(http://www.corriere.it/economia/09_febbraio_21/enel_conquista_endesa_dossena_fcacd4d8-fff0-11dd-a585-00144f02aabc.shtml?refresh_ce-cp)
- Il Sole24ore, “Enel spinge le Pmi allo sviluppo estero”, Laura Serafini, Martedì 18 Aprile 2017
- Il Sole24ore, “Enel, maxi-riassetto e fusione con Egp”, Laura Serafini, Martedì 19 Novembre 2015
- M.Cian, Manuale di Diritto Commerciale, Sezione Quindicesima: LE OPERAZIONI STRAORDINARIE
- Il Sole24ore, “M&A”, Ultimo aggiornamento 26 aprile 2017
- Advise Only, “Tempo di fusioni e acquisizioni aziendali: qual è l’impatto sui risparmiatori?”, Jacopo Caretta Mussa, 6 maggio 2014
(<https://www.adviseonly.com/blog/investire/guida-al-risparmio/fusioni-acquisizioni-impatto-su-risparmiatori/>)
- Guidalberto Gagliardi Pricewaterhouse Coopers, “Transaction ServicesValutare il processo di M&A”, Dicembre 20013,
(http://www.equityfactory.ch/file/pubblicazioni/9-Il_processo_di_MA.pdf)
- Potito L., “Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese”
- M. Snichelotto A. Pegoraro, "Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo", rivista n. 3 Febbraio 2009, Università di Verona
- Gianmaria Martini, “Indici di misurazione del potere di mercato”,
(<http://www00.unibg.it/dati/corsi/3501/5181-indici.pdf>)
- “Le operazioni di M&A”, Prof. Fabio Pierantoni
- “Integrating cultures after a merger” by Dale Stafford and Laura Miles, 2013

- “Acculturation in Mergers and Acquisition”, Afsaneh Nahavandi and Ali R.Malekzadeh, 1988
- “Cross-border M&A: determinanti e fattori critici di successo”, Rosa Caiazza, 2011
- “M&A: le prospettive”, Guidalberto Gagliardi 2015
(http://www.equityfactory.ch/file/pubblicazioni/Trend_del_mercato_MeA.pdf)
- DFO Media, “M&A: operazioni ancora in crescita in Europa”, 09 MAGGIO 2017,
(<https://dfo.media/ultime-notizie/102-european-m-a-study-cms>)
- FIRSTonline, “Europa, boom di M&A grazie a capitali Usa”, 30 marzo 2017,
(<http://firstonline.info/News/2017/03/30/europa-boom-di-m-a-grazie-a-capitali-usa/MzlfMjAxNy0wMy0zMF9GT0w>)
- “L’attività di M&A in Europa: situazione e prospettive”, Guidalberto Gagliardi, 2013, (http://www.equityfactory.ch/file/pubblicazioni/27-AMMI_2013_07_77.pdf)
- KPMG website, “M&A in Italia nel primo semestre 2017: il rapporto KPMG Corporate Finance”, 11 Luglio 2017,
(<https://home.kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2017/07/m-a-in-italia-primo-semestre-2017-rapporto-kpmg-corporate-financ.html>)
- Willis Towers Watson, “Inizio record nel 2015 per le operazioni M&A”, 23 Aprile 2015, (<https://www.towerswatson.com/it-IT/Press/2015/03/record-breaking-start-to-2015-for-MnA>)
- KPMG website, “L’M&A nel primo semestre supera i 25 miliardi di euro”, 29 Giugno 2016, (https://home.kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2016/06/l_m-a-nel-primo-semestre--supera-i-25-miliardi-di-euro.html)
- FIRSTonline, “Ft: nel 2015 record di M&A in Italia”, 23 Marzo 2016
(<http://firstonline.info/News/2016/03/23/ft-nel-2015-record-di-m-a-in-italia/NDVfMjAxNi0wMy0yM19GT0w>)
- Soldi Online, “Enel: diversificazione geografica e focus sulla tecnologia le carte vincenti”, 2014 (<http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/strategie-enel-da-2005>)
- Corriere della Sera, “Intervista all’amministratore delegato dell’Enel, Francesco Starace”, 22 Maggio 2015
(<http://cinquantamila.corriere.it/storyTellerArticolo.php?storyId=555ee292446b0>)
- Enel, “XXIII edizione del Premio Marketing SIM, IL CASO ENEL DRIVE”
(<http://www.premiomarketing.com/MTF/Content/edizioni/caso-enel.pdf>)
- Corriere Comunicazioni, “Enel, la doppia strategia di Starace per la fibra”, 2 Ottobre 2017 (http://www.corrierecomunicazioni.it/tlc/39894_enel-la-doppia-strategia-di-starace-per-la-fibra.htm)
- Repubblica.it, “Banda larga, Enel e Cdp acquistano Metroweb e nasce OpEn Fiber”, 2016 (<http://www.repubblica.it/economia/finanza/2016/12/20/news/fibra-154553284/>)
- Enel, “ENEL ACCELERA SULLA BANDA LARGA CON L’ACQUISIZIONE DI METROWEB”, 2016 (http://openfiber.it/contents/wp-content/uploads/2016/07/1666150-1_PDF-1.pdf)

- Enel, “ENEL E INTESA SANPAOLO SOSTENGONO L’INNOVAZIONE DELLE PMI”, 2017
(<http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/contentData/view/content-ref?id=CNT-05-00000004D97EA>)
- Enel, “Sostenibilità, dalla strategia all'azione”, 9 marzo 2017
(<https://www.enel.com/it/media/news/d201703-sostenibilita-dalla-strategia-azione.html>)
- Enel, “Altri progetti del 2014, San Juan de Marcona”, 2014
(<http://sustainabilityreport2014.enel.com/it/relazioni-responsabili-comunita/altri-progetti-2014#start>)
- Enea, “Rapporto Annuale, Efficienza energetica”, 2017
(<http://www.enea.it/it/seguici/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2017.pdf>)
- Enel, “IL GRUPPO ENEL PRESENTA IL PIANO STRATEGICO 2017-2019, FOCUS SU DIGITALIZZAZIONE E CLIENTI”
(https://www.enel.com/content/dam/enel-common/press/it/1666492-1_PDF-1.pdf)
- Ilsole24ore, “Enel, utili ed ebitda in crescita nel piano 2017-2019”, 22 novembre 2016
- Enel Green Power, “Chi siamo”, 2017 (<https://www.enelgreenpower.com/it/chi-siamo.html>)
- Ilsole24ore, “Enel Green Power dà la scossa al business”
- Enel, “NASCE ENEL GREEN POWER: AL VIA UNA NUOVA STAGIONE DELLE RINNOVABILI IN ITALIA E NEL MONDO”, 1 dicembre 2008
(<https://www.enel.com/it/media/press/d200812-nasce-enel-green-power-al-via-una-nuova-stagione-delle-rinnovabili-in-italia-e-nel-mondo.html>)
- Ilsole24ore, “F2i-Egp, nasce il leader del fotovoltaico”, 23 agosto 2015
- Enel Green Power, “ENEL GREEN POWER E F2I PERFEZIONANO LA CREAZIONE DI UNA JOINT VENTURE NEL FOTOVOLTAICO IN ITALIA”, 22 dicembre 2015 (<https://www.enelgreenpower.com/it/media/press/d201512-enel-green-power-e-f2i-perfezionano-la-creazione-di-una-joint-venture-nel-fotovoltaico-in-italia-.html>)
- Ilsole24ore, “Egp e F2i in gara nel fotovoltaico”, 7 Febbraio 2016
- Enel Green Power, “Il cantiere globale di Enel Green Power”, 28 Gennaio 2016
(<https://www.enelgreenpower.com/it/media/news/d201610-il-cantiere-globale-di-enel-green-power.html>)
- Soldi Online, “Enel Green Power: un impianto ibrido a tre rinnovabili negli USA”, 29 marzo 2016 (<http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/enel-green-power-un-impianto-ibrido-a-tre-rinnovabili-negli-usa>)
- Soldi Online, “Enel Green Power ottiene contratti in Perù”, 18 febbraio 2016
(<http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/enel-green-power-ottiene-contratti-in-peru>)
- Soldi Online, “Enel Green Power punta a crescere nell'eolico marocchino”, 10 marzo 2016 (<http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/enel-green-power-punta-a-crescere-nell-eolico-marocchino>)

- 9colonne, “ENEL GP, STRATEGIE DI CRESCITA IN EUROPA”
(<http://www.9colonne.it/62054/enel-gp-strategie-di-crescita-in-europa#.WdIJPshJbIW>)
- Enel Green Power, “ENEL GREEN POWER: AL VIA ULTERIORI 66 MW IN SPAGNA E PORTOGALLO”, 1 dicembre 2011
(<https://www.enelgreenpower.com/it/media/press/d201112-enel-green-power-al-via-ulteriori-66-mw-in-spagna-e-portogallo.html>)
- Enel Green Power, “SCISSIONE PARZIALE NON PROPORZIONALE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN FAVORE DI ENEL S.P.A.”, 17 novembre 2015
(http://www.emarketstorage.com/storage/20151124/20151124_8547.7219857.pdf)
- Enel, “APPROVATO IL PROGETTO DI INTEGRAZIONE DI ENEL GREEN POWER IN ENEL” (https://www.enel.com/content/dam/enel-com/integrazione-egp---enel-ita/1664792-3_PDF-1.pdf)
- Formiche.net, “Enel, tutti i perché della fusione di Green power”, 2015
(<http://formiche.net/2015/12/21/enel-tutti-segreti-della-fusione-di-green-power/>)
- Repubblica.it, “Enel Green Power: ok all'integrazione in Enel”, 11 gennaio 2016
(http://www.repubblica.it/economia/finanza/2016/01/11/news/enel_green_power-131008059/)
- Enel, “Integrazione EGP - Enel FAQ”
(<https://www.enel.com/it/investors1/Integrazione-EGP-Enel-FAQ.html>)
- Segugio.it, “Mercato libero e servizio di maggior tutela”
(<http://tariffe.segugio.it/guide-e-strumenti/mercato-energia.aspx>)
- Ilsole24ore, “Starace: «Enel sarà carbon free con 10 anni di anticipo»”, 5 agosto 2017