SENATO DELLA REPUBBLICA

RELAZIONE APPROVATA DALLA COMMISSIONE INDUSTRIA SULL'AFFARE ASSEGNATO N. 282

Onorevoli colleghi, siamo oggi chiamati a tirare le somme del lavoro analitico sui risultati delle gestioni delle principali aziende a partecipazione pubblica di interesse della nostra Commissione. Giova a questo punto richiamare gli impegni che ci eravamo dati. Questo lavoro ha lo scopo di facilitare l'esecuzione, se il Governo farà propria la relazione,del secondo impegno indicato nella risoluzione. L'analisi si è svolta, come ci eravamo proposti fin dall'inizio, sulla base dei documenti ufficiali e delle audizioni dei capi azienda che hanno potuto fornire così, talvolta in contraddittorio con i senatori, la loro interpretazione dei dati relativi al periodo del loro incarico. Non sono stati sentitii presidenti delle società perché due di loro avevano alle spalle solo un triennio. Il loro ruolo, peraltro importante, potrà essere meglio esaminato dal Ministero dell'economia e delle finanze sulla base di informazioni proprie dell'azionista diretto. La Commissione non ha fatto uso di informazioni riservate perché, in questa sede, avrebbero generato asimmetrie informative che avrebbero a loro volta potuto influire indebitamente sui corsi azionari di società quotate. Per agevolare il lavoro, è stato inviato dallaCommissione un articolato questionario a Eni, Enel, Finmeccanica e Terna. Le relazioni dei capi-azienda hanno risposto ai diversi punti e quando qualcosa è rimasto, in prima battuta, nella penna è stato pur tuttavia esaminato nel corso dell'audizione.

Ecco ora i punti salienti che possiamo segnare a conclusione del nostro lavoro. Li espongo in ordine di audizione. Cominciamo dunque da Terna.

Terna

Dalla nomina di Flavio Cattaneo ad amministratore delegato fino al 19 marzo 2014, data di esecuzione del controllo da parte nostra, Terna ha dato un *total shareholder return* (TSR) medio annuo del 15 per cento contro il 13,2 per cento del gruppo più paragonabile (l'inglese National Grid) e contro un TSR globale del settore (indice Morgan Stanley) del 4,5 per cento. Per TSR intendiamo, per Terna e per tutte le altre società, la somma dell'andamento delle quotazioni del titolo più i dividendi che si considerano reinvestiti interamente anno per anno nello stesso titolo. I dati sul TSR sono di fonte Reuters. La società aveva presentato un dato più alto perché calcolato in altro modo. Ha comunque condiviso la nostra scelta, per l'omogeneità dei risultati e l'indicazione chiara delle fonti.

Il TSR di Terna si fonda in misura equilibrata sia sulla rivalutazione del titolo sia sui dividendi erogati, i quali, a loro volta, derivano da utili realizzati dalla gestione caratteristica di un *business* regolato (3 miliardi) e dai profitti e dalla monetizzazione di investimenti in settori non caratteristici (1,3 miliardi). Su queste attività non sono mancate polemiche di tipo regolatorio che, però, in questa sede non interessano. Qui prevale la valutazione economica.

La capacità di investimento di Terna è nettamente migliorata, anche grazie al contributo premiante della regolazione, rispetto a quella dell'Enel quando l'ex

monopolio controllava anche le infrastrutture di rete.

La società gode di una garanzia del regolatore sui ricavi. Essa si esprime nella remunerazione di una quantità minima di energia trasmessa che, in questi ultimi anni, si è rivelata superiore a quella reale, colpita dalla crisi. Terna si trova in potenziale conflitto con l'Autorità per l'energia e il gas sulla linea ad altissima tensione che, attraverso l'Adriatico, collega l'Italia al Montenegro, ma non ha accantonato alcun fondo rischi poiché ritiene di avere ragione.

Lo stato patrimoniale presenta un debito (6,6 miliardi al netto della liquidità) con un *rating* superiore a quello della Repubblica italiana in quanto nettamente inferiore alla RAB (capitale investito riconosciuto) e garantito da margini crescenti in virtù anche di una regolazione favorevole.

Il costo del lavoro medio pro capite è sceso da 62 a 59 mila euro mentre, al lordo delle quote capitalizzate, risulta in salita da 67 mila a 81 mila euro.

La remunerazione totale del capo azienda, comprensiva della quota annualizzata dei trattamenti di fine rapporto, delle *stock option* e del LTI (*Long term incentive*) maturato, è passata da 1,4 milioni del 2006 a 3,8 milioni del 2013, ovvero da 21 volte il costo del lavoro medio al lordo delle quote capitalizzate a 47 volte. Nell'arco della sua gestione di 8 anni e mezzo, Cattaneo ha ricevuto e maturato 23,2 milioni.

L'amministratore delegato e il presidente non sono coinvolti in indagini giudiziarie.

Finmeccanica

Dalla nomina di Alessandro Pansa ad amministratore delegato, avvenuta il 13 febbraio 2013, FNM ha dato un TSR medio annuo del 59 per cento contro il 42,5 per cento del concorrente più grande (Airbus Group) e un TSR globale del settore del 38,1 per cento.

Tale TSR si fonda esclusivamente sulla rivalutazione del titolo in un periodo ancora breve. In questo periodo, la Borsa prima è stata a guardare e poi ha premiato il nuovo corso oltre la media dei soggetti comparabili.

L'utile di 74 milioni del 2013 è sostenuto dalle plusvalenze realizzate su Ansaldo Energia e Avio che hanno compensato costi di ristrutturazione e altri costi non ricorrenti prevalentemente dovuti ad AnsaldoBreda.

La perdita di 792 milioni del 2012 derivava essenzialmente dalle svalutazioni degli avviamenti sulla partecipazione americana Drs e sulla Selex ES. Il bilancio 2012, relativo alla gerenza Orsi, è stato presentato dall'attuale gestione.

Il gruppo FNM ha debiti finanziari per 4,8 miliardi e liquidità per 1,5 miliardi, con un *rating* inferiore all'*investment grade*, ancorché il debito abbia una vita media di 9 anni.

Dopo le rettifiche degli ultimi anni, il gruppo FNM conserva avviamenti e capitale intangibile per 7,1 miliardi, frutto degli investimenti delle passate gestioni. Il reale rendimento di tali attivi, pari al 24,7 per cento degli attivi totali, andrà verificato nel tempo.

I Ministeri dell'economia e dello sviluppo economico hanno recentemente condiviso il piano di ristrutturazione e rilancio che si fonda sulla focalizzazione del gruppo nei settori difesa, sicurezza e aerospazio e sull'uscita dal settore dei trasporti, dove Ansaldo Sts e AnsaldoBreda richiedono nuovi azionisti di riferimento la prima per svilupparsi e la seconda per ritrovare l'equilibrio

perduto troppi anni fa.

Il gruppo FNM sostiene il 12 per cento delle spese di ricerca e sviluppo ufficialmente censite nel Paese: una tale posizione segnala il peso strategico del gruppo ma pure una debolezza generale del sistema industriale nazionale che dovrebbe avere più investitori di peso in R&S.

Il costo del lavoro medio annuo pro capite è pari a 71,3 mila euro. Non sono possibili paragoni storici relativi alla gerenza Pansa, perché troppo breve.

Il capo azienda ha limitato i suoi compensi alla preesistente remunerazione fissa e variabile da direttore generale, pari a 1,2 milioni nel 2013 e ha rinunciato al compenso da amministratore delegato e a ogni indennità per l'eventuale ritiro delle deleghe. La documentazione societaria segnala anche il possesso di circa 74 mila azioni FNM frutto, parte di opzioni e parte di acquisti personali.

Il rapporto tra remunerazione totale del capo azienda, corretta per una quota del trattamento di fine rapporto (2,2 milioni), e costo del lavoro medio è pari a 19 volte.

L'amministratore delegato e il presidente - ha dichiarato l'azienda - non sono coinvolti in indagini giudiziarie relative al gruppo.

Enel

Dal giorno della nomina di Fulvio Conti ad amministratore delegato, l'Enel ha dato un TSR del 2,5 per cento medio annuo contro il 3,6 per cento dell'indice settoriale internazionale Morgan Stanley e TSR negativi delle tedesche E.On (meno 1,1 per cento) e RWE (meno 1,2 per cento), un TSR analogo della francese EDF (2,6 per cento) e uno più alto dell'inglese Centrica (7 per cento).

Tale TSR deriva soltanto dai dividendi. Nello stesso periodo, infatti, l'azione si è svalutata in media del 4,8 per cento l'anno. Le azioni tedesche hanno fatto peggio (meno 6,2 per cento). Le EDF meglio (meno 1,5 per cento). Le Centrica molto meglio (5,4 per cento).

Nel periodo, l'Enel ha realizzato una intensa politica di espansione sul piano internazionale che ne ha trasformato il profilo.

Sul piano geografico degli insediamenti produttivi, da ex monopolio interamente nazionale l'Enel è diventata una multinazionale attiva soprattutto nell'Europa mediterranea e in Sud America.

Sul piano reddituale, l'Enel del 2005 aveva 34 miliardi di ricavi, 8 di margine operativo lordo, 3,9 miliardi di utile netto (che include 1,1 miliardi di plusvalenze sulla cessione di Terna), mentre l'Enel del 2013 ha ricavi per 81 miliardi, un margine operativo lordo di 16 miliardi, un utile netto di 3,2 miliardi (che include circa un miliardo di plusvalenze sulla cessione di Artic Gas e altre partecipazioni minori).

Sul piano patrimoniale, l'Enel del 2005 aveva un patrimonio netto di 19 miliardi più 359 milioni di pertinenza dei soci terzi, avviamenti e capitali intangibili per 2,1 miliardi, debiti finanziari al netto della liquidità e dei crediti finanziari per 12 miliardi, mentre l'Enel del 2013, ha un patrimonio netto di 35,9 miliardi più 16,9 miliardi di pertinenze di soci terzi, avviamenti e intangibili per 28,8 miliardi, debiti finanziari al netto della liquidità e dei crediti finanziari per 39,8 miliardi, in diminuzione rispetto al massimo di 56 miliardi del 2007.

Il debito rappresenta il punto critico. Il debito finanziario è calato di poco rispetto ai massimi, resta alta la dotazione di liquidità, che oggi è onerosa. Nel calcolare la posizione finanziaria netta, l'Enel considera in "diminuzione" del debito anche i crediti finanziari a lunga scadenza. Negli ultimi due anni, con la presidenza di Paolo Andrea Colombo, la società ha ridotto drasticamente i dividendi per accelerare il rientro del debito, che aveva avuto inizio con l'aumento di capitale da 8 miliardi del 2007 e le successive cessioni di *asset*, ultimo Artic Gas, campagna che proseguirà quest'anno per 4,5 miliardi. Fulvio Conti ha dichiarato di non nutrire la minima preoccupazione per il debito e di vedere la prospettiva di un ritorno a dividendi in crescita. Fino a quando i tassi restano bassi e se l'economia riprende rialimentando i margini, la scommessa può reggere. Nel caso di un'inversione di tendenza sui tassi e di una prosecuzione della crisi della domanda elettrica in Italia e in Spagna, il debito può ancora rappresentare un problema. Un problema che non potrebbe essere risolto con l'autofinanziamento, specialmente se aumentassero di nuovo i dividendi.

L'Enel soffre meno di altri produttori italiani la crisi della domanda interna di elettricità grazie al suo mix produttivo e ad alcune storiche posizioni privilegiate sul mercato. Certamente è stata anche agevolata dall'esito delreferendum sul nucleare e dalblocco dei programmi sulla centrale a carbone di Porto Tolle**,** chehanno evitato investimenti che avrebbero appesantito lo stato patrimoniale aumentando una capacità produttiva rigida in un mercato già ingessato dalla priorità di dispacciamento dell'energia da fonti rinnovabili. Ma proprio su questo fronte l'Enel ha scelto di non investire in Italia, come invece ha fatto Terna, perdendo un'occasione d'oro. Conti sostiene che l'Enel va in giro per il mondo in cerca di occasioni produttive non sussidiate. Il che è ottimo dal punto di vista del cittadino, forse meno sul piano della creazione di valore per l'azionista.

Il costo del lavoro medio pro capite, secondo le indicazioni date in commissione, è passato dai 46 mila euro del 2005 agli oltre 63 mila del 2013.

Nel 2013, la remunerazione totale del capo azienda, comprensiva della quota annualizzata dei trattamenti di fine rapporto e del LTI maturato, si attesta sui 3,9 milioni. Dall'inizio dell'incarico Conti ha ricevuto compensi, comprensivi dei trattamenti di fine rapporto, pari a 34,9 milioni di euro.

Il rapporto tra remunerazione totale del capo azienda e il costo del lavoro medio è stato pari a 62 volte nel 2013.

L'Enel ha dato conto del coinvolgimento dell'AD nel processo sulla centrale di Porto Tolle, che, peraltro, proprio nei giorni successivi si è concluso con successo per lui. Altre inchieste non ci sono.

Eni

Nel periodo della gestione di Paolo Scaroni, l'Eni ha generato un TSR medio annuo del 4,2 per cento contro un TSR globale del settore del 6,3 per cento e, più in particolare, contro un TSR della francese Total pari al 5,4 per cento, della spagnola Repsol, pari al 2,7 per cento, dell'olandese Shell, pari all'8,6 per cento, dell'inglese BP pari al 2,4 per cento delle americane Exxon Mobil e Chevron, pari rispettivamente all'8,2 per cento e al 12,4 per cento.

Nella relazione alla Commissione, Scaroni ha proposto un TSR cumulato del

61 per cento contando a partire dal 16 maggio 2005, giorno nel quale, ha detto, il suo nome è stato fatto con immediati effetti benefici sulle quotazioni, anziché dal giorno della nomina (1 giugno 2005). Si ritienenon accettabile come unico punto di vista quello dell'AD dell'Eni per più di una ragione: a) i nomi di tutti gli AD sono stati fatti necessariamente prima dell'insediamento, in sede di presentazione delle liste con relativo annuncio sui giornali; la lista dell'Eni, poi, venne depositata e annunciata il 13 maggio; b) in quelle settimane tutti i titoli ebbero un rialzo che consentirebbe un certo *maquillage* anche agli altri AD, che hanno peraltro seguito il nostro ovvio criterio; c) abbiamo comunque rifatto i conti partendo dal 13 maggio con il risultato di migliorare la prestazione di Scaroni, che sale al 5,5 per cento medio annuo, ma anche quella di tutte le altre compagnie migliora e quella globale sale al 7,9 per cento.

Scaroni contesta anche il riferimento all'indice mondiale Morgan Stanley: le compagnie americane, che vi hanno un certo peso, dovrebbero essere considerate delle *national oil company* perché attive soprattutto sul mercato domestico. Le compagnie Usa sonocosa ben diversa dalle NOC, le compagnie statali dei Paesi produttori: Exxon non è nemmeno una lontana parente della Saudi Aramco. Certo, gli indici mondiali di ogni settore contengono distorsioni. Al pari dei conteggi dell'OCSE. Ma meglio le loro imperfezioni di quelle degli indici costruiti a tavolino dagli interessati. Del resto, gli altri gruppi petroliferi si confrontano con tutti, americani compresi. Bastaandare sul sito della Total, la più simile all'Eni, per toccare con mano o andare sul sito della Chevron per vedere quanto lavora negli USA e quanto nel resto del mondo.

IL TSR dell'Eni è formato dai dividendi, che la società ha distribuito in misura maggiore delle altre compagnie. Nel periodo il titolo ha perso mediamente l'1,9 per cento l'anno. Si tratta, di una media annualizzata. Nei primi tempi, le quotazioni dell'Eni sono state in linea con l'indice Morgan Stanley, e prima di Scaroni per un lungo periodo sono state migliori della media mondiale.

L'utile del 2013, 5,2 miliardi, è sostenuto da rilevantissime plusvalenze nette, tra cui la cessione dell'Artic Gas, di parte del Mozambico e di altre attività patrimoniali, che saranno meglio leggibili quando sarà reso noto il bilancio. Del resto, anche i conti del 2012 erano a loro volta sostenuti dalle plusvalenze sulla cessione di Snam e della prima quota Galp. Va detto poi che tutti i settori sono in perdita, meno l'*upstream* che comunque guadagna meno. Il gruppo più simile all'Eni, la francese Total, è andata meglio come risultato globale e come risultati settoriali, tutti in attivo. E' vero che la chimica dell'Eni è formata dai fallimenti dei privati, ma la cosa risale ai primi anni '80. Da allora la chimica Eni ha conosciuto anche momenti buoni.

Il gruppo Eni ha un debito finanziario al netto della liquidità che è passato dai 10,5 miliardi del 2005 ai 15,3 miliardi del 2013. Il *rating* è di gran lunga il migliore tra i grandi gruppi italiani. L'incidenza sui mezzi propri e di terzi è scesa dallo 0,27 allo 0,25 per cento, avverte l'azienda. Va detto, a integrazione, che questo leggero miglioramento percentuale è dovuto a una rilevante serie di dismissioni che hanno ridotto la base industriale del gruppo. A cominciare dalla cessione della Snam che ha consentito sia di incassare 5,6 miliardi e di deconsolidare almeno 11 miliardi di debito.

Durante la gestione di Paolo Scaroni, l'Eni ha annunciato ogni anno fino al 2011 l'obiettivo di superare alla fine dei piani triennali l'obiettivo dei 2 milioni

di barili di produzione al giorno. Nel 2013 ha estratto 1,619 milioni di barili di petrolio equivalente rispetto agli 1,736 milioni di boe del 2005. Negli ultimi tempi, l'Eni non dà più obiettivi numerici, ma indica solo un obiettivo di aumento del 3 per cento ogni anno di piano. Nell'audizione, Scaroni ha negato valore a questo obiettivo dei 2 milioni. L'AD ha invocato i *profit sharing agreement* con i paesi produttori per cui all'aumentare del prezzo calano le quantità consegnate. In realtà, le sfasature temporali degli aggiustamenti sono rilevanti e si può comunque crescere in presenza di forti aumenti di prezzo come ha fatto lo stesso Eni con la gestione Mincato. Sarà anche vero che agli analisti interessa solo la cassa, ma la cassa può venire dalla produzione o dalle cessioni di *asset*. Credo che, in generale, sia meglio la prima fonte per un'azienda industriale. Assicura più continuità.

Il bilancio di una compagnia *oil & gas* è condizionato dal prezzo del petrolio al quale è stato fin qui legato anche il prezzo del gas della maggior parte dei contratti *take or pay*. L'Eni ha detto e ripetuto che se il prezzo del barile sale di un dollaro, l'utile dell'Eni sale di 200 milioni di dollari. Scaroni ha negato valore a questa indicazione avvertendo che vale solo per variazioni ridotte in brevi periodi. In realtà, vi è una precisa relazione, dimostrabile *per tabulas* tra il prezzo del Brent e i risultati dell'Eni.

Scaroni ha giustificato l'estensione della durata dei contratti *take or pay* con la Russia con il vantaggio di avere più tempo per poter vendere quanto già pagato ma non ritirato per mancanza di domanda. Resta da capire come si riuscirà a vendere l'invenduto dovendo comunque ritirare e pagare le quantità prefissate. L'AD ha anticipato l'intenzione di ridimensionare a scadenza, tra parecchi anni, i contratti con l'Algeria. Al tempo stesso ha detto che l'Eni potrebbe fare a meno della Russia perché ha l'Algeria. Resta il fatto che l'Eni ha capito con anni di ritardo la rivoluzione dello *shale gas*. Non si è mai trattato di entrare in questo business americano, ma di rivedere la contrattualistica *take or pay* alla luce del fatto che lo *shale gas* avrebbe reso permanente la forbice tra prezzi spot e prezzi *take or pay* che, invece, l'Eni si è a lungo illusa di chiudere.

Il costo del lavoro medio pro capite è pari a 64 mila euro, con una componente italiana a 76 mila euro pro capite. Rispetto al 2005 i dipendenti italiani, al netto della Snam, sono calati di circa 4 mila unità.

La remunerazione totale dichiarata da Scaroni per il 2013 è pari a 4,5 milioni. Se aggiungiamo la quota annualizzata dei trattamenti di fine rapporto, essa sale a 5,6 milioni. Essa è pari a 73 volte il costo medio pro capite delle maestranze italiane. Nei suoi nove anni all'Eni Scaroni ha ricevuto e maturato oltre 45 milioni.

Nella relazione, a differenza delle altre società, l'Eni non ha dato informazioni di dettaglio sulle cause giudiziarie che coinvolgono l'AD. In audizione, tramite il legale dell'Eni, ha dato informazioni sulle inchieste aperte in Italia e all'estero su episodi di presunta corruzione internazionale. Commentando la richiesta del MEF di inserire una clausola etica nello statuto dell'Eni, l'AD ha rilevato che la cosa costituirebbe un unicum di dubbio senso sul piano internazionale. Resta il fatto che la mozione del Senato poneva al governo l'esigenza di escludere dalle liste le persone che siano state condannate anche solo in primo grado o che siano rinviate a giudizio per tutta una serie di reati ovvero che abbiano patteggiato. Tale norma sarebbefin troppo rigorosa se fosse inserita in statuto

o se determinasse la decadenza in corso di incarico. La Banca d'Italia, per esempio, è "meno rigorosa" con le aziende di credito che trattano un bene costituzionalmente garantito come il risparmio. Diverso il discorso quando non si tratta di far decadere un amministratore, che può invocare il rispetto dei diritti della persona, ma si tratta di scegliere, per così dire, dal prato verde chi mettere o chi non mettere in lista. In quel caso, la scelta è libera dai vincoli del garantismo. E allora chi abbia patteggiato per tangenti o altri reati simili dovrebbe essere lasciato al settore privato ove per il settore privato la cosa non costituisse problema. Il fatto che dopo 5 anni il reato oggetto del patteggiamento possa estinguersi ripulisce com'è giusto la fedina penale, ma non cancella la memoria che, assieme a tante altre considerazioni, forma la reputazione di un dirigente espresso dallo Stato.