



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.  
FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN  
ECONOMIA INTERNAZIONALE**

**TESI DI LAUREA**

**"CONFRONTO FRA PIANI INDUSTRIALI DI IMPRESE QUOTATE"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. FRANCESCO NACCARATO**

**LAUREANDO: NICCOLÒ DE ZUANI**

**MATRICOLA N. 1157427**

**ANNO ACCADEMICO 2021 – 2022**

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

*I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.*

Firma (signature) .....

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Pietro De Luca", is written over a dotted line. The signature is fluid and cursive.

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>1</b>
<b>Capitolo 1: IL PIANO INDUSTRIALE</b>	<b>2</b>
1.1 Definizione, terminologia, utilità, obiettivi e requisiti del piano industriale	2
1.1.1 Definizione e terminologia del piano industriale	2
1.1.2 L'utilità della redazione del piano industriale	3
1.1.3 Gli obiettivi nella redazione del piano industriale	4
1.1.4 I requisiti del piano industriale: sostenibilità, coerenza, attendibilità	5
1.2 Analisi di un piano industriale benchmark	9
1.2.1 Executive summery	9
1.2.2 La strategia realizzata	10
1.2.3 Le intenzioni strategiche	12
1.2.4 L'Action Plan	15
1.2.5 Le ipotesi e i dati finanziari prospettici	18
1.3 La due diligence di un piano industriale	24
1.3.1 L'analisi dei requisiti	24
1.3.2 L'analisi della sostenibilità organizzativa	27
1.3.3 L'analisi dell'attinenza allo schema standard	28
<b>Capitolo 2: ENI SPA</b>	<b>29</b>
2.1 L'azienda: storia, governance, modello di business e performance	29
2.1.1 La storia	29
2.1.2 La governance	31
2.1.3 Il modello di business	35
2.1.4 Le performance	38
2.2 Il piano industriale 2021-2024: "Boosting our transformation"	40
2.2.1 Analisi dello scenario	40
2.2.2 La strategia del piano 2021-2024	41
2.2.3 Natural Resources	42
2.2.4 Energy Evolution	45
2.2.5 La strategia finanziaria	49
<b>Capitolo 3: TERNA SPA</b>	<b>53</b>
3.1 L'azienda: storia, governance, modello di business e performance	53
3.1.1 La storia	53
3.1.2 La governance	55
3.1.2 Il modello di business	60
3.1.4 Le performance	63
3.2 Il piano industriale 2021-2025 "Driving energy"	65
3.2.1 Lo scenario	65
3.2.2 La strategia operativa	66
3.2.3 Le innovazioni necessarie allo sviluppo	70
3.2.4 La guidance	71
3.2.5 Obiettivi e target di sostenibilità	71
3.2.6 Ulteriori potenziali sviluppi del sistema	72
<b>Capitolo 4: CONFRONTO FRA I PIANI INDUSTRIALI PROPOSTI</b>	<b>73</b>
4.1 Il confronto con il piano industriale benchmark	73
4.1.1 Executive summery	74
4.1.2 La strategia realizzata	74
4.1.3 Le intenzioni strategiche	75
4.1.4 L'Action Plan	78
4.1.5 Le ipotesi e i dati finanziari prospettici	82
4.2 La due diligence dei piani industriali proposti	84
4.2.1 L'analisi dei requisiti	85
4.2.2 L'analisi della sostenibilità organizzativa	87
4.2.3 Lanalisi dell'attinenza allo schema standard	88
<b>CONCLUSIONE</b>	<b>89</b>



## **INTRODUZIONE**

Il presente elaborato è finalizzato alla presentazione di un confronto relativo ai più recenti piani industriali elaborati da due importanti gruppi industriali italiani quali Eni SPA e Terna SPA.

Al fine di proporre una comparazione quanto più esaustiva e completa possibile, si reputa necessario esporre nel primo capitolo dell'elaborato una digressione teorica afferente alla declinazione formale di un piano industriale benchmark, all'analisi di alcuni modelli di business plan potenzialmente funzionali per aziende operanti in vari settori e alla disamina delle pratiche di due diligence dei documenti programmatici.

Il piano industriale benchmark utilizzato quale schema di riferimento, i modelli relativi a specifici settori di business e le pratiche afferenti alle norme di due diligence risultano essere il frutto del prezioso lavoro svolto nei primi anni duemila da parte di Borsa Italiana.

Successivamente al primo capitolo, contenente un approccio prevalentemente teorico all'argomento trattato, l'elaborato prosegue con la trattazione dei due casi aziendali precedentemente citati che risultano declinati rispettivamente al *Capitolo 2* e al *Capitolo 3*.

Entrambi i capitoli relativi alla trattazione dei casi risultano suddivisi in due sezioni afferenti rispettivamente alla presentazione delle società, con particolare attenzione alla storia, ai modelli di governance e di business e ai risultati finanziari, e all'esposizione dei documenti programmatici che saranno successivamente oggetto di analisi e confronto.

Infine, anche il quarto e ultimo capitolo dell'elaborato risulta essere ripartito in due sezioni principali. La prima di esse è focalizzata in merito all'esposizione di un ampio confronto fra i piani industriali presentati dalle società basato sul piano industriale benchmark descritto al *Capitolo 1*. All'interno di tale area si presenta una comparazione in merito a ciascuna sezione del business plan di riferimento nel corso della quale si intende esporre le modalità utilizzate dalle società per la trattazione dell'area stessa ed evidenziare la conseguente presenza di analogie e differenze fra le tecniche di redazione utilizzate dai gruppi. La seconda sezione del capitolo è invece utile al fine di presentare un breve processo di due diligence dei piani industriali proposti basato sul modello fornito da Borsa Italiana ed esposto al *Capitolo 1*.

L'elaborato presenta complessivamente quale obiettivo primario la trattazione di un confronto fra piani industriali redatti da aziende strutturalmente e organicamente molto diverse al fine di verificare quali siano i tratti comuni e quali invece risultino essere profondamente distintivi nel processo di elaborazione e presentazione di un business plan da parte di aziende quotate.

# CAPITOLO 1: IL PIANO INDUSTRIALE

## 1.1 DEFINIZIONE, TERMINOLOGIA, UTILITÀ, OBIETTIVI E REQUISITI DEL PIANO INDUSTRIALE

### 1.1.1 DEFINIZIONE E TERMINOLOGIA DEL PIANO INDUSTRIALE

Il piano industriale è un documento che riveste un'importanza cruciale al fine di presentare le intenzioni strategiche di medio e lungo periodo che il management di un'impresa intende adottare.

Tale strumento può essere altresì definito business plan, ma a tal proposito è necessario effettuare un'importante precisazione. In molteplici occasioni il termine business plan risulta essere utilizzato con lo scopo di indicare il documento predisposto nella fase di avvio di una nuova realtà aziendale, ma in analogia con quanto indicato nei Regolamenti di Borsa Italiana tale definizione verrà utilizzata come sinonimo di piano industriale.

Nel corso dell'elaborato quando si citeranno i suddetti Regolamenti si farà riferimento al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A. e al Regolamento del Nuovo Mercato Organizzato e Gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Prima di iniziare ad analizzare le funzioni, la struttura, le utilità, i requisiti e le peculiarità del piano è necessaria una precisazione relativa all'utilizzo simultaneo da parte delle imprese in fase di quotazione del business plan e di un ulteriore importante documento relativo all'analisi e alla presentazione dell'azienda: il QMAT<sup>1</sup>. Nel caso in cui un'impresa intendesse richiedere la quotazione, quanto espressamente dettagliato nel QMAT non dovrebbe essere ripetuto nel piano industriale, ma semplicemente richiamato al fine di non creare inutili ridondanze nelle informazioni.

Alla luce di quanto precedentemente indicato, il business plan si dovrebbe concentrare nell'esposizione e nell'illustrazione del piano strategico aziendale, delle modalità con cui questo debba essere adottato (Action Plan) e dell'analisi degli scenari futuri e dei risultati attesi.

---

<sup>1</sup> **QMAT, Quotation Management Admission Test:** documento preliminare richiesto da Borsa Italiana alle società che intendono ottenere la quotazione contenente una descrizione relativa ad informazioni circa il modello di business, gli stakeholder rilevanti e il settore di appartenenza.

La presentazione del piano risulta di fondamentale importanza al fine di consentire al management di delineare chiaramente le proprie strategie competitive sia a livello corporate sia per ciascuna unità di business.

Il concetto di unità di business risulta essere utilizzato al fine di definire una strategic business unit (SBU), ovvero la singola unità di impresa responsabile dello sviluppo di una determinata area d'affari (ASA). Pertanto, ciascuna SBU risulta strategicamente indipendente dalle altre aree di business dell'impresa e opera mediante strutture di costo, di organizzazione e di responsabilità proprie. D'altro canto, l'acronimo ASA è utilizzato al fine di identificare una determinata area d'affari, ovvero un preciso settore di business, afferente a un intero settore di mercato o ad una semplice area di esso, identificabile per una peculiare combinazione di prodotti, servizi, brand, tecnologie, canali distributivi, clienti e aree geografiche di riferimento.

### **1.1.2 L'UTILITÀ DELLA REDAZIONE DEL PIANO INDUSTRIALE**

Dopo aver precisato alcuni importanti concetti che ricorreranno nel corso dell'analisi del piano industriale, risulta ora necessario soffermarsi su alcune caratteristiche che evidenziano l'utilità di questo documento.

Il piano, come precedentemente accennato, ha l'obiettivo di esplicitare le intenzioni strategiche del management, le azioni che si intendono intraprendere operativamente, l'evoluzione dei key value driver e i risultati attesi. Il documento ha una funzione chiave sia per il management che attraverso di esso è in grado di esporre la propria linea di conduzione dell'attività imprenditoriale e di reperire risorse per finanziarla, sia per i membri degli organi amministrativi che grazie ad esso possono adempiere al proprio ruolo di controllo, sia per le figure operative che attraverso le indicazioni presenti nell'Action Plan sono in grado di agire in modo conforme rispetto a quanto suggerito dagli organi dirigenziali. Il piano industriale risulta essere di fondamentale utilità anche al fine dell'analisi interna delle performance aziendali. Una redazione puntuale e aggiornata del documento consente di valutare l'andamento dell'azienda alla luce dei business plan precedenti e di adattare le previsioni future al fine di migliorare i risultati economici dell'impresa. L'analisi interna precedentemente descritta evidenzia un'ulteriore peculiarità, nonché una delle principali funzioni, del business plan: la coniugazione degli aspetti qualitativi e quantitativi della strategia d'impresa. Infatti, la prima parte del piano industriale viene redatta analizzando un aspetto quantitativo afferente all'attuale posizionamento dell'impresa nel mercato. A questa succede poi un aspetto qualitativo relativo alla visione strategica e agli obiettivi del management. Infine, dopo l'esposizione delle modalità

relative all'attuazione dell'Action Plan, si descrivono i risultati quantitativi delle strategie ipotizzate. Inoltre, la redazione del piano industriale risulta utile all'azienda in quanto fornisce un importante momento di valutazione dei risultati precedentemente attesi e di quelli effettivamente realizzati. Tale analisi può restituire importanti indicazioni circa le modalità di progettazione del documento e l'utilizzo degli strumenti valutativi necessari alla sua redazione, evidenziandone gli elementi positivi e negativi e fornendo elementi fondamentali circa gli attuali sistemi di analisi, planning, controllo di gestione, business intelligence e reporting. Ulteriori aspetti che evidenzino l'utilità del business plan possono essere riscontrati sia dalle imprese che intendono richiedere la quotazione in borsa sia da quelle già inserite nel mercato borsistico, in quanto una redazione precisa del documento risulta fondamentale per ottemperare ad una moltitudine di adempimenti di informazione finanziaria sia in fase di IPO<sup>2</sup>, sia successivamente alla quotazione.

### **1.1.3 GLI OBIETTIVI NELLA REDAZIONE DEL PIANO INDUSTRIALE**

Nei paragrafi precedenti è stata brevemente descritta la finalità ultima del piano industriale, ovvero la definizione delle modalità e delle strategie con cui l'impresa intende aumentare il proprio valore.

Il fine di raggiungere tale obiettivo, il business plan dovrebbe assumere una struttura in grado di analizzare al meglio lo scenario competitivo in un'ottica di medio e lungo periodo, illustrare in modo preciso e dettagliato le strategie operative che il management intende attuare all'interno dell'impresa, sviluppare un'analisi critica relativamente alle ipotesi avanzate, sostenere eventuali obiezioni provenienti sia dall'interno che dall'esterno dell'azienda e informare circa la gestione delle incentivazioni aziendali basate sui risultati stimati.

Nel corso dell'analisi dello scenario competitivo risulta fondamentale un approccio lungimirante che non sia condizionato dalle stringenti necessità operative del momento. La frenetica velocità dei mercati, le possibili fluttuazioni o le imprevedibili contingenze potrebbero alterare l'analisi diminuendo la veridicità e la credibilità delle ipotesi alla base delle strategie esposte nel piano. Al fine di evitare tali problematiche è importante analizzare in modo preciso e puntuale i mercati di riferimento, sia nella loro complessità che all'interno dei singoli settori e delle loro aree, i competitor che si trovano ad operare in essi ed eventuali evoluzioni negli

---

<sup>2</sup> **IPO, Initial Public Offering:** offerta pubblica iniziale di titoli azionari con cui una società colloca parte di tali titoli per la prima volta sul mercato borsistico. Esistono tre tipologie di tale offerta: offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), l'offerta pubblica di vendita (OPV) e l'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) si attua utilizzando entrambe le modalità descritte



scenari riscontrati al fine di scorgere importanti opportunità di investimento finalizzate all'accrescimento del valore dell'impresa.

In seguito allo svolgimento di un'analisi effettuata secondo quanto precedentemente descritto, risulta necessaria l'elaborazione di precise linee guida in merito alla gestione operativa dell'impresa con un focus fondamentale sulle novità che dovranno essere apportate al business dell'azienda al fine di accrescerne il valore. Tale dettagliata elaborazione deve prestare particolare attenzione all'analisi della gestione di quelle scelte relative all'ingresso in nuovi mercati, all'introduzione di nuovi prodotti e all'utilizzo di nuovi canali distributivi, nonché all'ampliamento del portafoglio clienti. Tali dinamiche, che, come verrà dettagliatamente descritto nel corso dell'elaborato, risultano solitamente esposte nell'Action Plan, devono riguardare sia le modalità che le tempistiche con cui si intende agire.

L'elaborazione delle linee guida precedentemente citate deve avvenire solo dopo un'attenta analisi di tutte le strategie ipotizzate. Un progressivo affinamento delle ipotesi iniziali consente al management di verificare la qualità di quanto inizialmente presunto al fine di ridurre quanto più possibile gli errori circa le ipotesi iniziali, le aree d'ombra delle assunzioni ed eventuali incoerenze. D'altro canto, questo processo consente di sviluppare parallelamente quanto di positivo risulti già presente all'inizio della stesura del piano e che deve pertanto essere sviluppato e migliorato. L'analisi critica richiesta nel corso della redazione del documento consente al management di incontrare un'innumerabile serie di obiezioni o incongruenze che potrebbero costituire una problematica nel momento della pubblicazione del documento. Scenari avversi generati da comportamenti fallaci nella discussione del piano possono creare importanti disagi, sia relativi all'immagine dell'azienda, sia più prettamente economici e finanziari, che potrebbero essere facilmente evitati attuando una preventiva analisi critica del documento.

Infine, un ulteriore obiettivo del piano deve essere quello relativo alla possibilità di definire la politica di incentivazione aziendale, ovvero l'insieme delle decisioni relative alla gestione degli incentivi correlati ai risultati aziendali.

#### **1.1.4 I REQUISITI DEL PIANO INDUSTRIALE: SOSTENIBILITÀ, COERENZA, ATTENDIBILITÀ**

Il piano industriale deve essere redatto, in particolar modo dalle imprese in fase di quotazione, in modo preciso e puntuale al fine di rispettare una serie di requisiti minimi senza i quali Borsa Italiana potrebbe respingere la domanda di accesso al mercato azionario.

Come esplicitato alla lettera d) dell'articolo 2.1.2 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., deliberato dal Consiglio di Amministrazione del 22 Luglio 2020, approvato dalla Consob con delibera n. 21475 del 2 settembre 2020 ed entrato in vigore il 12 ottobre 2020, *“Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione alla quotazione, con provvedimento motivato e comunicato tempestivamente all'interessato [...]. Per gli Emittenti Certificati, tali elementi saranno valutati da Borsa Italiana sulla base dell'esame preventivo condotto nell'ambito del programma riconosciuto e sulla base delle dichiarazioni dello Sponsor<sup>3</sup>[...]”*

L'articolo evidenzia prevalentemente tre requisiti che devono forzatamente essere rappresentati nel piano industriale di un'impresa che intende accedere e affermarsi all'interno del mercato borsistico: sostenibilità finanziaria, coerenza e attendibilità.

La sostenibilità finanziaria risulta essere uno dei requisiti fondamentali in quanto il piano industriale deve descrivere in modo chiaro quali siano le fonti di finanziamento e quale apporto siano in grado di garantire alla realizzazione della strategia senza creare squilibri nella struttura finanziaria dell'impresa. L'analisi deve essere effettuata in una situazione cosiddetta pre-money, ovvero precedente ad un investimento o finanziamento che nel caso di un'azienda in fase di quotazione sarebbe rappresentato dall'offerta pubblica iniziale. Al fine di evidenziare l'esistenza di una solida struttura finanziaria sarebbe doveroso che nel corso dell'intero arco temporale interessato dal piano, i flussi di cassa, considerati come l'utile netto sommato agli ammortamenti, coprissero gli assorbimenti di capitale circolante e gli investimenti netti di sostituzione o mantenimento. Successivamente all'elaborazione di questa prima analisi relativa alle disponibilità finanziarie dell'impresa, non risulta totalmente errato analizzare anche i flussi di cassa generati dal ricorso al capitale esterno. Questi potrebbero essere utilizzati per gestire gli investimenti direttamente correlati alla crescita. L'analisi delle risorse reperite attraverso l'utilizzo del capitale di debito deve essere effettuata in maniera accorta e deve prudenzialmente porre l'accento su alcuni importanti tematiche, fra le quali le più rilevanti risultano essere la capacità di indebitamento dell'impresa e il suo profilo di rischio, ovvero il rating.

In merito al requisito circa la coerenza del piano risulta fondamentale una prima analisi riguardante la struttura interna del documento. Nel dettaglio, le componenti del business plan che devono manifestare una spiccata coerenza fra di esse sono quelle relative all'analisi dello scenario iniziale, alla definizione delle linee guida circa le azioni che il management

---

<sup>3</sup> **Sponsor:** soggetto nominato dall'azienda che intende intraprendere il percorso di quotazione e che avrà il compito di assolvere agli impegni connessi con l'ammissione alla quotazione, nonché rivestirà la figura di garante in merito al profilo qualitativo dell'emittente stesso.

dell'impresa intende intraprendere, alla loro espressione delineata nell'Action Plan e ai risultati attesi di natura economico finanziaria.

Un elemento chiave per valutare la coerenza delle componenti precedentemente citate è costituito dalla possibilità di riscontrare una consequenzialità logica fra di esse. Il piano industriale deve essere elaborato su di una base analitica in merito allo scenario di mercato passato e attuale quanto più dettagliata possibile in modo tale da fornire solide fondamenta per lo sviluppo delle previsioni. Queste, tradotte in primo luogo in espressioni qualitative e successivamente in precisi progetti quantitativi circa le intenzioni strategiche, non devono avere un carattere eccessivamente contrastante o comunque divergente da quanto espresso dalla conduzione aziendale fino a quel momento. Le intenzioni strategiche devono trovare realizzazione all'interno dell'Action Plan, ovvero una vera e propria guida operativa alla gestione dell'azienda, coerente con ipotesi e stime basate su dati storici e su analisi dettagliate dell'ambiente di mercato attuale e futuro. L'Action Plan deve esprimere in modo chiaro le modalità operative che l'impresa vuole adottare, i tempi entro cui queste devono essere poste in essere, le tempistiche di raggiungimento degli obiettivi prefissati e le risorse, comprendenti il capitale umano, le strutture organizzative, le risorse finanziarie e tecnologiche, che si intendono mettere in campo, esplicitando precisamente sia quelle che risultino già in possesso dell'azienda, sia quelle che l'impresa dovrà reperire dall'esterno. Un piano industriale che risulti presentare quanta più logicità e consequenzialità fra la situazione di mercato iniziale, l'obiettivo finale e le modalità di unione fra di essi sarà certamente un piano che rispetterà il principio di coerenza.

L'ultimo requisito fondamentale di un buon piano industriale è rappresentato dall'attendibilità, ovvero dall'attinenza alla realtà delle ipotesi di base e alla stima oggettiva dei risultati ragionevolmente conseguibili. Al fine di verificare la correttezza delle analisi sul passato e delle stime sul futuro, risulta fondamentale paragonare quanto esposto con i dati storici e con le dinamiche dello scenario in cui l'impresa si trova a competere. Inoltre, una parte rilevante dell'analisi è costituita dalla possibile visibilità dei dati e dall'esposizione dell'analisi di sensitività. In merito al confronto fra i dati presenti nel piano e quelli storici, risulta fondamentale che questi siano fra loro il più attinenti possibili. D'altro canto, non devono essere forzatamente considerati errati quei dati prospettici che si dimostrino lontani da quelli storici, ma quanto più sarà ampio tale divario, tanto più sarà necessario presentare elementi a sostegno di un piano che si presenterebbe sensibilmente ambizioso rispetto all'andamento pregresso dell'azienda.

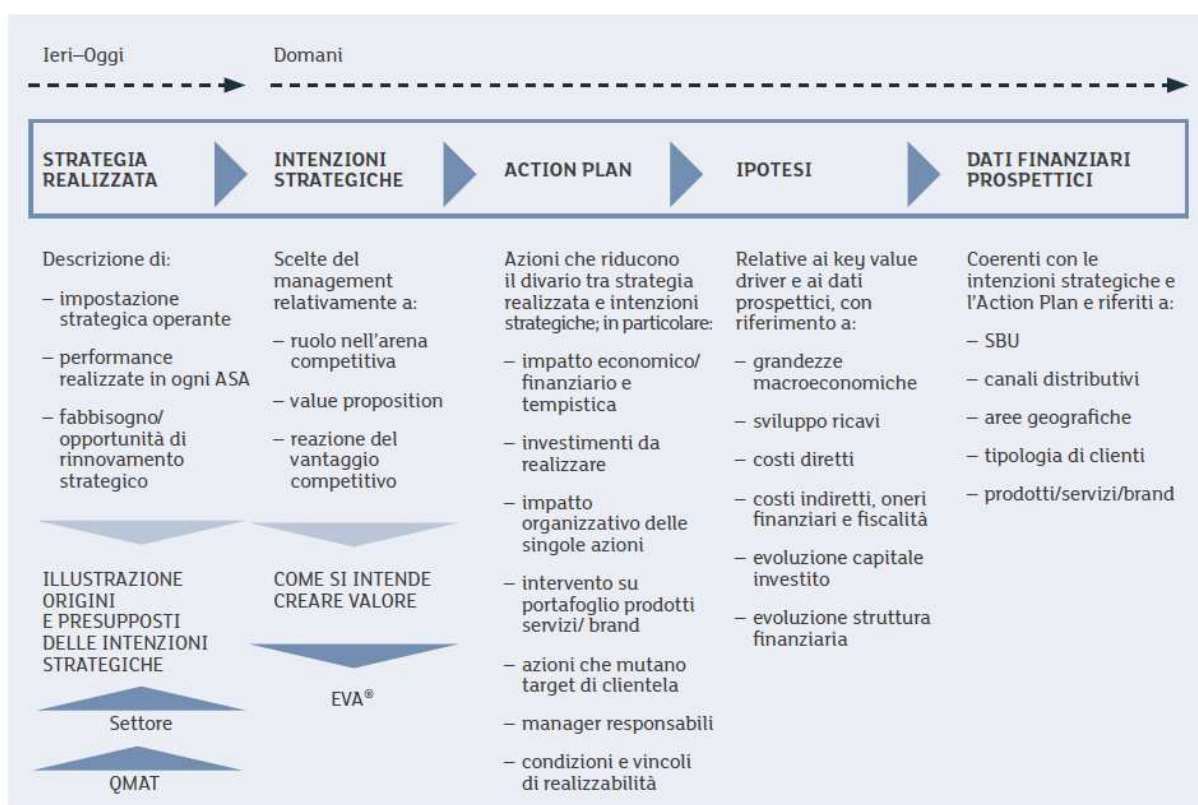
Come precedentemente accennato, l'analisi del contesto competitivo risulta di fondamentale importanza ai fini della redazione di un business plan attendibile. In particolare i fattori relativi allo scenario di mercato che devono essere dettagliatamente analizzati risultano essere l'andamento della domanda e delle quote di mercato, le tendenze nei bisogni dei consumatori e i principali elementi che ne condizionano le scelte, il comportamento dei principali competitor, le modificazioni della gestione dei canali distributivi e dei rapporti di fornitura e il contesto normativo, sociale, ambientale e tecnologico. Particolare attenzione deve essere posta all'analisi dei competitor e alle loro strategie, ai Business Model, ai fattori critici di successo e ai dati finanziari. Lo studio del Business Model dei competitor risulta determinante in quanto attraverso di esso possono essere apprese importanti conoscenze circa le serie di funzioni o processi necessari al fine di tradurre l'idea iniziale di business in prodotti o servizi finali. Ciascun competitor può avere più Business Model a seconda della SBU di riferimento. All'interno di ciascun Business Model è fondamentale prestare attenzione ai fattori critici di successo (FCS) in quanto costituiscono gli elementi necessari per operare in modo più performante rispetto ai competitor. I fattori critici di successo dipendono dalla quantità e dalla qualità delle risorse impiegate, oltre che dal particolare know-how aziendale presente in ciascuna fase. Come precedentemente esposto circa la confrontabilità con i dati storici, un piano che presenti dinamiche di mercato non particolarmente attinenti al contesto competitivo non dovrebbe definirsi errato in partenza, ma necessiterebbe di importanti dimostrazioni a supporto delle strategie programmate.

Oltre a quanto precedentemente descritto, risulta importante la redazione di un piano industriale che consenta di percepire quanto più possibile la probabilità di conseguimento dei dati previsionali stimati. Nel dettaglio, un business plan che presenti risultati in linea con i dati consuntivi pregressi o stimati su flussi di ricavi garantiti da clienti già attualmente in portafoglio all'azienda risulterebbe molto più attendibile di un piano in cui i ricavi siano basati esclusivamente sull'entrata in mercati stanziati in aree geografiche ancora non toccate dall'impresa o sull'acquisizione di nuovi clienti attualmente non correlati in alcun modo alla realtà imprenditoriale.

Infine, risulta fondamentale una dettagliata analisi di sensitività, ovvero una verifica empirica utilizzata per quantificare gli effetti generati da una modifica dei parametri con i quali sono calcolati gli indicatori di sostenibilità economica e finanziaria del progetto stesso. Attraverso questa tecnica è possibile alterare alcune componenti fondamentali della struttura per fornire diversi scenari futuri, solitamente più o meno positivi rispetto all'andamento standard esposto nel piano.

## 1.2 ANALISI DI UN PIANO INDUSTRIALE BENCHMARK

Successivamente ad un primo rapido excursus relativo alla definizione del concetto di piano industriale e all'enunciazione delle principali utilità circa la redazione, nonché dei più significativi obiettivi e requisiti, è ora doveroso soffermarsi sulla struttura formale del documento. Risulta di fondamentale importanza precisare che lo schema successivamente presentato non è in alcun modo il frutto di una qualche stringente normativa, ma può costituire una corretta e valida rappresentazione di un piano industriale di riferimento.



**Tabella 1.1:** Le principali sezioni del piano industriale  
 Fonte: Guida al Piano Industriale, Borsa Italiana (2003)

### 1.2.1 EXECUTIVE SUMMERY

Il piano industriale benchmark proposto, che costituirà lo schema di riferimento per questo elaborato, presenta una prima sezione denominata "Executive Summery". Tale area deve essere considerata un biglietto da visita introduttivo di quanto verrà dettagliatamente proposto nel corso del piano. All'interno di questa parte del business plan devono essere brevemente descritte le intenzioni strategiche, le linee guide che indirizzeranno la gestione operativa enunciata nel dettaglio nell'Action Plan e i principali risultati finanziari attesi.

È necessario che le strategie che il management intende attuare siano descritte fin da subito in quanto consentono di valutare, attraverso l'analisi dei loro elementi caratterizzanti, la coerenza e la validità delle ipotesi prospettiche che si incontreranno nel corso del piano.

Inoltre, è doveroso introdurre brevemente quanto risulterà approfonditamente descritto nell'Action Plan, in particolare sarebbe corretto fornire precise informazioni riguardanti le ipotesi di investimento, le eventuali azioni volte ad ampliare la gamma delle SBU in seno all'azienda e le leve utilizzate per razionalizzare il capitale investito.

Infine, in merito all'introduzione dei risultati attesi, è suggerito concentrare all'interno di questa sezione del documento l'esposizione dei principali indicatori di performance in termini economici e competitivi.

Alla luce di quanto precedentemente esposto, è possibile concludere che l'area denominata "Executive Summary" costituisca una sorta di introduzione al vero e proprio piano industriale articolato nelle quattro sezioni principali: la strategia realizzata, le intenzioni strategiche, l'Action Plan, le ipotesi e i dati finanziari prospettici.

### **1.2.2 LA STRATEGIA REALIZZATA**

La descrizione puntuale del piano industriale deve obbligatoriamente iniziare con un'analisi precisa e veritiera della situazione in cui l'azienda opera al momento della redazione del documento.

In questo contesto risulta fondamentale esplicitare puntualmente la fase del ciclo di vita nella quale si trova l'impresa, la presenza di eventuali fabbisogni, opportunità o eventuali necessità di rinnovamento derivanti da minacce o possibilità presenti nello scenario competitivo. Le necessità circa le informazioni necessarie enunciate precedentemente, possono essere soddisfatte fornendo una descrizione relativa alle modalità con cui l'azienda opera nel mercato e alle strategie con le quali è stata condotta nel corso delle ultime annualità.

Al fine di esemplificare quanto esposto teoricamente si fornisce una simulazione afferente l'azienda Delta, operante nel settore alberghiero, che descrive l'attuazione di un processo di turnaround, finalizzato al miglioramento della redditività operativa del valore creato, basato sullo sviluppo di poli turistiche di elevate dimensioni e con alta redditività, sulla chiusura di strutture alberghiere di piccole dimensioni, non specializzate o non profittevoli e sulla gestione di nuove strutture di medie dimensioni.

RISULTATI OTTENUTI NEL PERIODO 2000-2002			
	2000	2001	2002
Numero strutture	15	14	16
di cui:			
Poli turistici	0	1	2
Strutture piccole	8	5	4
Strutture medie	7	8	10
Capacità (posti letto)	5.500	5.400	6.400
Prezzo/giorno medio (€)	70	71	72
Tasso di occupazione	52%	54%	57%
Fatturato (€, mln)	20,5	25,1	30,8
Ebit (€, mln)	-1,1	1,3	1,8
Capital Employed (€, mln)	9	10	13,5
ROCE (%)	-12,2%	13,0%	13,3%
EVA (€, mln)	-1,4	+0,05	+0,1

**Tabella 1.2:** La strategia realizzata dell'azienda Delta operante nel settore alberghiero  
*Fonte: Guida al Piano Industriale, Borsa Italiana (2003)*

La tabella propone un importante riscontro circa le tempistiche presenti nel piano industriale. Questa infatti, redatta nel 2003, riporta i dati relativi alle tre annualità pregresse. La tempistica utilizzata risulta essere ragionevole e corretta, sia al fine di analizzare i dati storici, sia al fine di valutarne quelli prospettici. Alla luce dei dati proposti, risulta riscontrabile la positività delle scelte aziendali intraprese dell'impresa Delta, in quanto le strategie adottate dall'azienda hanno consentito di migliorare tutti i parametri di riferimento: l'EBIT<sup>4</sup> pari a -1,1 milioni nel 2000 risulta di +1,8 milioni nel 2002, il ROCE<sup>5</sup> inizialmente pari a -12,2% aumenta fino a +13,3%, mentre l'EVA<sup>6</sup>, che all'inizio del periodo si attestava a -1,4 milioni, subisce un incremento fino a +0,1 milioni.

Come dimostrato empiricamente, l'esposizione della strategia realizzata consente di effettuare un'analisi approfondita dei nessi causali presenti fra le scelte adottate in passato dal management e i risultati da esse prodotti. Ciò risulta di fondamentale importanza al fine di identificare le leve gestionali che risultino essere maggiormente influenti sui risultati aziendali. In merito a tale analisi, è necessario porre l'accento sull'identificazione delle evoluzioni dei key value driver e dei key performance indicator, ovvero i fattori chiave per la creazione del valore e gli indicatori di performance fondamentali in grado di analizzare l'andamento dell'impresa.

<sup>4</sup> **EBIT, Earnings Before Interest and Taxes:** margine operativo netto (MON), ricavato sottraendo il valore degli ammortamenti e degli accantonamenti all'EBITDA, a cui si sommano i proventi e si sottraggono gli oneri della gestione accessoria.

<sup>5</sup> **ROCE, Return On Capital Employed:** calcolato mediante il rapporto fra EBIT e capitale investito rappresentato dalle attività totali decurtate delle passività correnti. Indica l'efficienza e la redditività degli investimenti.

<sup>6</sup> **EVA, Economic Value Added:** indicatore delle performance aziendali calcolato come differenza tra il reddito operativo netto e il costo del capitale impiegato per produrre quel reddito. Può essere ottenuto moltiplicando per il capitale investito il risultato della sottrazione fra NOPAT e WACC.

Inoltre, è importante sottolineare la necessità di presentare i dati storici sia a livello corporate, sia per ciascuna SBU presente all'interno dell'impresa, nonché per singola ASA. Sebbene la strategia corporate possa essere la medesima per tutte le strategic business unit (SBU) di una data azienda, questa può essere declinata in maniera differente all'interno delle singole unità di impresa richiedendo costi, strutture e organizzazioni molto diverse fra loro.

Al fine di rappresentare numericamente quanto teoricamente descritto, si fornisce un esempio relativo all'impresa Alfa, appartenente al settore consumer durables, che presenta i dati relativi alle tre strategic business unit tramite le quali opera nel contesto competitivo: cottura, freddo e lavaggio.

<i>Dati in mln di euro</i>	2001A	2002A	2003A
Ricavi Cottura	205	225	250
% Ricavi totali	37,2%	37,2%	37,4%
Ricavi Freddo	193	211	232
% Ricavi totali	35,0%	34,9%	34,7%
Ricavi Lavaggio	153	169	187
% Ricavi totali	27,8%	27,9%	28,0%
<b>Ricavi totali</b>	<b>551</b>	<b>605</b>	<b>669</b>
Margine Cottura	65	71	81
% Ricavi Cottura	31,7%	31,6%	32,4%
Margine Freddo	50	55	62
% Ricavi Freddo	25,9%	26,1%	26,7%
Margine Lavaggio	47	52	58
% Ricavi Lavaggio	30,7%	30,8%	31,0%
<b>Margine complessivo</b>	<b>162</b>	<b>178</b>	<b>201</b>
% Ricavi totali	29,4%	29,4%	30,0%

**Tabella 1.3:** Risultati economici per SBU dell'azienda Alfa operante nel settore consumer durables

Fonte: Società del settore consumer durables, Visciano, Scremin, Vesin, Colasurdo, Gianfrate (2004)

Infine, successivamente alla presentazione delle strategie adottate e ai risultati da esse generati, è fondamentale fornire una descrizione precisa circa la possibile presenza nelle annualità future di effetti positivi o distorsivi derivanti da investimenti effettuati negli anni precedenti.

### 1.2.3 LE INTENZIONI STRATEGICHE

Successivamente alla declinazione qualitativa e quantitativa delle strategie utilizzate nel passato e alle loro implicazioni sulla gestione corrente e futura dell'impresa, il piano industriale prosegue con la presentazione delle intenzioni strategiche, ovvero della linea manageriale che il management intende perseguire al fine di accrescere il valore dell'azienda.



In questa fase del documento risulta importante un'esposizione puntuale ed esaustiva che sia in grado di evidenziare gli elementi di modificazione rispetto al pregresso *modus operandi*, la coerenza di tali variazioni con le necessità e le opportunità del mercato e i risultati economici e finanziari che la società intende raggiungere. L'esposizione delle intenzioni strategiche, ovvero delle modalità con cui l'impresa intende creare valore per gli azionisti, deve definire chiaramente quali siano le leve che il management intende utilizzare per raggiungere gli obiettivi prefissati. Inoltre, un ruolo di fondamentale importanza in quest'area del documento è costituito dalla rappresentazione dello status dell'azienda all'interno del settore in cui si trova a competere, della *value proposition*, ovvero della proposta di valore che un'azienda offre al mercato, espressa in termini di vantaggi percepiti, tangibili o meno, che i consumatori possono ottenere dall'acquisto della soluzione proposta, e delle modalità con cui si intende acquisire un vantaggio competitivo nei confronti dei competitor in uno scenario di medio e lungo periodo.

Le tempistiche di raggiungimento e mantenimento degli obiettivi costituiscono un ruolo cardine nel piano industriale, in quanto l'impresa deve dimostrare di essere in grado di poter mantenere determinati target di performance anche a fronte di possibili mutamenti nel mercato o errori commessi internamente. Al fine di raggiungere questo importante risultato, le intenzioni strategiche devono essere quanto più flessibili e adattabili agli eventi che si potrebbero manifestare nel corso del tempo.

Le caratteristiche proprie delle intenzioni strategiche sopracitate devono essere espresse sia a livello corporate, sia per ciascuna *strategic business unit* (SBU). Nel dettaglio, a livello corporate, le scelte su cui è necessario focalizzare l'analisi e l'esposizione risultano essere quelle afferenti alla scelta delle aree strategiche d'affari (ASA) in cui il management intende competere, sottolineando le eventuali necessità o opportunità in merito all'entrata o all'uscita da alcune di esse.

Inoltre, è doveroso descrivere il ruolo che deve essere rappresentato da ciascuna *strategic business unit* (SBU) che si trovi a presidiare un'area strategica d'affari (ASA), la distribuzione di risorse umane e finanziarie, le sinergie create o di cui si stima la creazione fra SBU, in particolare evidenziando le occasioni in cui una *strategic business unit* risulti in grado di creare un valore così considerevole da poter costituire un supporto ad altre che si trovino in fasi particolari, quali l'avvio (*start-up*) o il *turnaround*. D'altro canto, a livello SBU, il piano deve illustrare quali siano le strategie afferenti al posizionamento dell'impresa lungo la catena del valore del settore, la configurazione del Business Model, i clienti attuali e potenziali a cui intende veicolare i propri prodotti, la strategia di prezzo e le aree geografiche di riferimento.

In merito alla posizione dell'impresa, risulta importante sottolineare quali delle attività richieste si stima che l'impresa possa svolgere all'interno, quali si ritiene opportuno affidare a soggetti terzi e conseguentemente quanta parte di valore si ritiene corretto concedere a fornitori, distributori, clienti e outsourcer.

Evidenziate precisamente tali scelte, la redazione del documento può proseguire con la spiegazione del modello di business adottato, enunciando dettagliatamente quali siano gli elementi di unicità rispetto ai competitor che saranno in grado di determinare un solido e duraturo vantaggio competitivo.

Il concetto di vantaggio competitivo, definibile come un maggior divario rispetto ai competitor fra il valore dell'output per l'acquirente e i costi sostenuti per la sua realizzazione, risulta di notevole rilevanza nell'analisi di un piano industriale che si dimostri in grado di esplicitare correttamente le modalità con cui un'impresa intende aumentare il valore per i propri azionisti. Il vantaggio competitivo è generato dalle modalità con cui un'impresa, attraverso il proprio Business Model, articola funzioni e processi, gestisce i fattori critici di successo e impiega risorse e competenze.

Se il vantaggio generato dalla combinazione dei fattori precedentemente citati risultasse in grado di manifestarsi costantemente nel corso del tempo, potrebbe essere considerato sostenibile e duraturo, fornendo un'importante dimostrazione della positività del piano industriale proposto. Successivamente alla descrizione delle caratteristiche peculiari della sezione del piano industriale afferente alle intenzioni strategiche, si propone un esempio numerico relativo all'azienda Delta, operante nel settore alberghiero, di cui al paragrafo precedente è stata declinata la strategia realizzata (*Tabella 1.2*).

RISULTATI PREVISTI NEL PERIODO 2003-2005			
	2003	2004	2005
Numero strutture	17	19	20
di cui:			
Poli turistici	4	7	8
Strutture piccole	3	2	1
Strutture medie	10	10	11
Capacità (posti letto)	7.150	8.460	9.100
Prezzo/giorno medio (€)	72	75	77
Tasso di occupazione	60%	65%	66%
Fatturato (€, mln)	36	46	51
Ebit (€, mln)	2,2	3,1	3,9
Capital Employed (€, mln)	15	19	22
ROCE (%)	14,6%	16,3%	17,7%
EVA (€, mln)	0,2	0,4	0,6

**Tabella 1.4:** Le intenzioni strategiche dell'impresa Delta operante nel settore alberghiero  
Fonte: Guida al Piano Industriale, Borsa Italiana (2003)

#### **1.2.4 L’ACTION PLAN**

L’Action Plan può essere considerato il cuore pulsante del piano industriale in quanto all’interno di questa sezione si declinano con precisione e accuratezza le linee guida operative utilizzate per tradurre le intenzioni strategiche nei risultati economici e finanziari attesi.

In quest’area devono essere definite le azioni che il management intende attuare, le tempistiche entro cui queste devono essere compiute e quali siano i responsabili dei singoli processi. Inoltre, è corretto fornire una descrizione puntuale dell’impatto organizzativo di tali azioni, evidenziandone possibili vincoli e condizioni alla loro attuazione e comunicando quali siano gli investimenti o le eventuali fonti di finanziamento necessarie alla realizzazione di quanto programmato. Infine, l’Action Plan deve contenere importanti dati economico finanziari, concernenti la realtà aziendale presente e futura, in grado di supportare le ipotesi d’azione presentate.

La precisa e trasparente determinazione delle azioni proposte e delle loro tempistiche consente di fornire un biglietto da visita credibile per l’intero Action Plan. Ad esempio, nel caso in cui l’azienda Beta, operante nel settore delle costruzioni, intendesse espandere il proprio business in un paese estero quale la Cina con cui non si dimostri in grado di evidenziare la presenza di rapporti commerciali di alcun genere e con tempistiche non definite, incontrerebbe l’inevitabile scetticismo da parte degli azionisti. D’altro canto, se la stessa azienda intendesse attuare le medesime azioni con tempistiche definite e dando prova di stabili connessioni con importanti aziende del paese target, troverebbe certamente una posizione più favorevole da parte degli shareholder.

Proseguendo l’esposizione dell’Action Plan, l’azienda deve essere in grado di fornire informazioni quanto più precise possibili circa l’impatto organizzativo di tale decisione all’interno del proprio Business Model. In modo particolare l’impresa ha la necessità di definire quali modificazioni siano necessarie all’interno della struttura manageriale, dell’organico aziendale, dei canali distributivi, nonché della struttura commerciale nel suo complesso.

Al fine di elaborare un piano industriale quanto più corretto ed esaustivo possibile, risulta fondamentale che ciascuna di queste scelte venga descritta utilizzando gli oramai noti requisiti di coerenza, trasparenza e sostenibilità presenti durante la redazione dell’intero documento. Nel caso in oggetto relativo all’azienda Beta, questa ha il dovere di evidenziare quali dotazioni in organico possano essere trasferite nel paese estero in cui intende intraprendere il processo di ampliamento del proprio business, quali risorse sia necessario acquisire e quali e quanti manager rivestano il ruolo di responsabile durante il procedimento.

In merito alla definizione delle decisioni, è importante sottolineare che non è fondamentale l'esistenza di una sola linea guida prioritaria, ma possono coesistere diverse importanti azioni di sviluppo finalizzate alla creazione di valore. A tal proposito si consideri che Beta, parallelamente all'inserimento nel mercato cinese, potrebbe proporre la completa integrazione di un'azienda precedentemente acquisita, Gamma. Nel dettaglio, Beta espone l'intenzione di completare la centralizzazione delle funzioni amministrative al fine di ridurre i costi di gestione. La finalità di una corretta esposizione che rispetti i requisiti precedentemente esposti, impone che tale scelta debba essere presentata con le medesime modalità utilizzate per la descrizione del procedimento di apertura di una nuova area di business in un paese estero. Importanti modificazioni della struttura dell'impresa, plausibilmente generate da sensibili variazioni o implementazioni della strategia aziendale, possono imporre o garantire significative variazioni in merito alla gamma di prodotti e servizi offerti sul mercato e alla clientela di riferimento. Nel caso in cui si verificassero mutazioni in tal senso è corretto darne evidenza e spiegazione in questa sezione del documento.

Esposte le intenzioni alla base dell'Action Plan, le modalità e le tempistiche con cui il management intende procedere, possibili variazioni nel portafoglio clienti o nella struttura del Business Model e i manager responsabili dei processi, è importante segnalare l'esistenza di possibili condizioni o vincoli alla realizzazione di quanto ipotizzato. Tali presunti fenomeni critici possono essere generati da situazioni di svariata natura, dal ritardo nell'ottenimento di una licenza a improvvisi mutamenti all'interno degli scenari di mercato interessati dall'attività. Proseguendo l'analisi dell'esempio relativo all'azienda Beta, un vincolo all'espansione nel mercato cinese potrebbe essere rappresentato dal ritardo nel conseguimento delle licenze amministrative dello stato estero. Tale imprevisto non può in alcun modo essere gestito autonomamente dall'azienda, ma è dovere del management rendere nota la probabilità dell'avvenimento avverso e comunicare le tempistiche entro cui la controversia potrebbe essere realisticamente sanata.

Come esposto precedentemente nel paragrafo relativo alle intenzioni strategiche, quanto più un piano risulti elaborato in modo tale da comprovare importanti caratteristiche circa l'adattabilità e la fruibilità anche di fronte all'insorgere di possibili avversità e contingenze, tanto più potrà dimostrarsi realizzabile e incontrerà il parere favorevole degli azionisti e dei mercati.

Descritta al meglio la parte afferente l'aspetto amministrativo delle intenzioni descritte, il business plan e in particolare l'Action Plan, deve rendere noti i primi dati economico finanziari stimati relativi alle scelte attuate e descrivere le fonti di finanziamento di cui si ipotizza l'utilizzo durante l'arco temporale oggetto del documento. I dati economico finanziari a cui è

necessario prestare attenzione non sono rappresentati esclusivamente da quelli afferenti al valore finale dei principali indicatori economici descritti nei paragrafi precedenti, bensì anche da quelli relativi agli impatti che si ipotizzano essere generati dalle azioni intraprese all'interno di specifiche aree di costo o di ricavo.

<b>Impatto economico finanziario delle azioni</b>			
<i>Dati in mln di euro</i>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>
Riduzione dei costi	-9	-5	-
Ricavi mercato Asia	-	237	343

**Tabella 1.5:** *Impatto economico delle decisioni dell'azienda Beta*

*Fonte: Società del settore costruzioni, Visciano, Scremin, Vesin, Colasurdo, Gianfrate (2004)*

Al fine di correlare la descrizione teorica dell'Action Plan alla sua declinazione pratica, all'interno della tabella presentata (*Tabella 1.5*) si fornisce una rappresentazione in cui Beta rende noti i dati che stima possano essere generati dalle linee operative dettate dal management: inserimento nel contesto competitivo cinese e internalizzazione dei processi amministrativi gestiti da Gamma. La decisione di introdurre l'azienda all'interno del mercato cinese consente di ipotizzare un forte aumento dei ricavi nell'area asiatica a partire dall'anno successivo alla redazione del business plan. Tale ipotesi si dimostra prudentiale e coerente con lo scenario proposto e con le possibili avversità descritte. Infatti, Beta stima di completare la procedura di avviamento del nuovo business a partire dall'anno successivo alla redazione del documento (2005) in quanto i vincoli alla realizzazione di tale progetto dovrebbero essere eliminati entro la fine dell'anno di redazione del piano (2004). Inoltre, la previsione di integrazione totale dell'acquisita Gamma genera una diminuzione dei costi amministrativi, come precedentemente ipotizzato, a partire dall'anno corrente. Come sottolineato nell'esposizione teorica dell'Action Plan, il focus dei dati presenti in questa sezione del piano non è necessariamente basato sugli indicatori economici, bensì sull'impatto diretto su determinate aree di costo e di ricavo delle azioni che il management intende intraprendere.

Successivamente all'esposizione di alcuni importanti risultati attesi, è necessario comunicare quali siano gli investimenti necessari alla realizzazione delle progettualità e quali possano essere le fonti di finanziamento necessarie. Nel dettaglio, Beta ipotizza di investire un importo pari a 62 milioni di euro fra l'anno corrente e i due esercizi successivi.

<b>Investimenti</b>			
<i>Dati in mln di euro</i>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>
Nuove sedi	15	2	0
Impianti e automezzi	10	10	7
Materiali cantieristici	5	8	5
<b>Investimenti totali</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>12</b>

**Tabella 1.6:** Gli investimenti dell'azienda Beta

Fonte: Società del settore costruzioni, Visciano, Scremin, Vesin, Colasurdo, Gianfrate (2004)

La descrizione dell'investimento totale e la declinazione per annualità e aree di competenze è necessaria, ma non esaustiva, in quanto risulta fondamentale una precisa analisi circa la sostenibilità di quanto esposto. Nell'esempio proposto, Beta ipotizza di finanziare interamente i nuovi investimenti utilizzando esclusivamente il cash flow generato dalle proprie attività, escludendo la possibilità di ricorrere all'accesso a fonti di finanziamento basate su capitale di debito. Un'analisi sommaria delle due tabelle proposte (*Tabella 1.5* e *Tabella 1.6*) suggerirebbe la correttezza di quanto ipotizzato, ma al fine di ottenere una valutazione completa dei dati prospettici sarebbe necessario esaminare la solidità economica e finanziaria dell'azienda nelle annualità precedenti alla redazione del piano, presente nella sezione relativa alla strategia realizzata, nonché al possibile impatto di altri importanti variazioni relative al modus operandi dell'impresa.

### **1.2.5 LE IPOTESI E I DATI FINANZIARI PROSPETTICI**

L'ultima sezione del piano industriale è costituita dalla presentazione delle informazioni riguardanti il modello economico di riferimento, le ipotesi alla base delle previsioni economiche, finanziarie e patrimoniali, il confronto fra i dati storici e le stime previsionali, le direttrici di analisi dei risultati gestionali, l'andamento dei key value driver, l'analisi di sensitività e gli aspetti critici.

L'analisi afferente il modello economico costituisce una pietra miliare della valutazione dei dati presentati all'interno di un business plan, infatti è fondamentale elaborare un modello economico che risulti efficiente nell'identificazione e nella valutazione delle principali leve direzionali che determinano il profilo economico dell'azienda. Nel dettaglio, la valutazione del modello economico deve risultare molto analitica per quanto riguarda la gestione caratteristica dell'impresa, mentre per l'analisi della gestione finanziaria, fiscale o secondaria è possibile utilizzare criteri meno articolati. Tale procedura consente all'azienda di focalizzare l'attenzione sui processi afferenti all'analisi di redditività, le fluttuazioni e le dinamiche finanziarie, nonché

sui key value driver e su altri importanti indicatori quali i KPI, Key Performance Indicator. L'attenta analisi di quest'ultimi consente di creare un legame analitico fra le intenzioni del management e la reale strategia operativa adottata. Tale traduzione empirica delle strategie manageriali costituisce una delle principali possibilità di monitoraggio dei risultati relativi all'avanzamento del piano industriale. La dinamica precedentemente descritta consente di individuare tempestivamente eventuali anomalie o cambi di direzione rispetto a quanto preventivato e di adottare strategie al fine di contenere i possibili risultati negativi ed elaborare eventuali nuove azioni.

Esistono svariati modelli economici utilizzabili a seconda della tipologia di azienda, pertanto di seguito se ne evidenziano tre fra i principali che risultano essere relativi ad imprese operanti nei settori della grande distribuzione, della lavorazione su commessa e della produzione in serie per magazzino.

Un'azienda che agisce nel mercato della grande distribuzione solitamente utilizza un modello economico definito bottom up. Le imprese che adottano questo modello prediligono la selezione di singoli titoli o mercati particolarmente attrattivi, tralasciando le condizioni economiche e settoriali più generali e diversificando sensibilmente il portafoglio clienti. Il modello è basato sul concetto secondo cui una società possa ottenere buoni risultati anche se il settore di riferimento non si trovi in un momento particolarmente positivo.

D'altro canto, un'azienda operante nel settore della produzione in serie per il magazzino è solita utilizzare un modello economico di tipo top down. Le società che seguono tale approccio prediligono un'osservazione di carattere più generale rispetto a quelle operanti con il modello bottom up, basata ad esempio sull'analisi delle aree geografiche o sui settori più positivi in un dato periodo. Le imprese che adottano questo metodo effettuano una selezione in merito ai clienti su cui concentrare l'attività all'interno delle aree geografiche e dei settori selezionati.

I due modelli presentati, seppur apparentemente contrastanti, possono essere utilizzati simultaneamente inserendo in una cornice di tipo top down valutazioni e tecniche proprie dell'approccio bottom up, al fine di ottenere un'analisi globale che si dimostri in grado di non trascurare le dinamiche del singolo mercato.

L'ultimo modello di cui si fornisce una breve descrizione è quello solitamente utilizzato dalle aziende operanti nel settore della lavorazione su commessa. Questo è basato sull'analisi del portafoglio commesse in essere e sulla sua possibile evoluzione.

Dopo aver enunciato il modello economico di riferimento, il piano industriale deve proseguire con l'esposizione delle ipotesi poste alla base delle previsioni economiche, finanziarie e patrimoniali. In questa parte dell'ultima sezione del documento è fondamentale rispettare i criteri cardini del business plan al fine di garantire un'informazione coerente con la strategia presentata, le scelte strategiche ipotizzate e l'Action Plan redatto. Nel dettaglio, è cruciale determinare il contesto macroeconomico ipotizzato per il settore in cui l'azienda intende operare.

Ad esempio, l'azienda Alfa operante nel settore consumer durables che abbiamo già incontrato nel corso dell'elaborato, intende ampliare la propria posizione di mercato negli Stati Uniti, pertanto ipotizza dei dati che evidenzino, oltre alla gestione delle tempistiche di incasso e pagamento, anche i tassi di inflazione e di cambio nel mercato di riferimento.

Ipotesi	
Tasso di inflazione Europa	2,5%
Tasso di inflazione USA	1%
Tasso di cambio Euro/US \$	1,2
Tasso di interesse passivo	6%
Crediti commerciali	131 gg.
Rimanenze	75 gg.
Debiti vs fornitori	126 gg.
Aliquota fiscale	44%
Pay-out	circa 30% in linea con lo storico

**Tabella 1.7:** Le ipotesi dell'azienda Alfa

Fonte: Società del settore consumer durables, Visciano, Scremin, Vesin, Colasurdo, Gianfrate (2004)

Inoltre, risulta di fondamentale importanza un'attenta descrizione delle ipotesi esistenti alla base dello sviluppo dei ricavi, dei costi diretti e dei costi indiretti per ciascuna SBU, delle eventuali variabili gestionali particolarmente rilevanti e degli oneri finanziari e fiscali. Per completezza si ricorda che i costi diretti afferiscono alle spese direttamente correlate alla produzione, mentre i costi indiretti indicano quegli oneri relativi a spese generali, comunicazione, ammortamenti e simili.

Ulteriormente alle informazioni precedentemente descritte è importante che il piano contenga la spiegazione delle ipotesi utili alla stima dell'evoluzione del capitale investito, sia nella sua parte fissa che in quella circolante, per singola SBU e per tutte le variabili gestionali rilevanti.



Infine, è corretto che il documento presenti le stime poste alla base dell'evoluzione della struttura patrimoniale e della copertura di eventuali esposizioni finanziarie generate dalle strategie descritte nell'Action Plan.

Al fine della presentazione di risultati realisticamente realizzabili e condivisibili dagli azionisti, risulta fondamentale l'elaborazione di dati significativamente coerenti con l'andamento storico dell'impresa. I valori proposti devono essere coerenti con il trend della società e devono presentare andamenti in linea con i dati stimati nel corso di tutto l'arco temporale interessato dal piano industriale. Tale concetto esprime un altro importante valore che deve essere intrinseco ai dati presentati, ovvero la coerenza con i dati storici. Quanto più un piano stimerà andamenti troppo discordanti con il passato, tanto più sarà necessario che il management apporti giustificazioni e testimonianze a supporto delle strategie e dei risultati ipotizzati.

Proseguendo con l'esempio dell'azienda Alfa si fornisce la tabella relativa al confronto fra i dati storici e previsionali che costituiscono lo Stato Patrimoniale (*Tabella 1.8*).

<b>Stato Patrimoniale</b>						
<i>Dati in mln di euro</i>	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Rimanenze	116	127	140	189	239	265
Crediti commerciali	201	221	243	332	421	469
Debiti commerciali	-113	-124	-136	-184	-233	-258
Fondi e altro	-22	-24	-26	-36	-45	-50
<b>Capitale circolante commerciale</b>	<b>182</b>	<b>200</b>	<b>221</b>	<b>301</b>	<b>382</b>	<b>426</b>
Immobilizzazioni materiali nette	190	188	186	185	186	185
Immobilizzazioni immateriali nette	100	99	97	96	97	97
Immobilizzazioni finanziarie nette	20	20	20	20	20	20
<b>Totale immobilizzazioni nette</b>	<b>310</b>	<b>307</b>	<b>303</b>	<b>301</b>	<b>303</b>	<b>302</b>
<b>Capital employed</b>	<b>492</b>	<b>507</b>	<b>524</b>	<b>602</b>	<b>685</b>	<b>728</b>
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>300</b>	<b>297</b>	<b>290</b>	<b>327</b>	<b>353</b>	<b>335</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>192</b>	<b>210</b>	<b>234</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>393</b>

*Tabella 1.8: Dati storici e previsionali dello Stato Patrimoniale dell'azienda Alfa*  
*Fonte: Società del settore consumer durables, Visciano, Scremin, Vesin, Colasurdo, Gianfrate (2004)*

Dopo aver esposto quanto precedentemente descritto, la sezione relativa alle ipotesi e ai dati finanziari prospettici deve presentare dettagliatamente le direttrici di analisi dei risultati gestionali, ovvero le direttrici lungo le quali si articola lo sviluppo dell'impresa. Tale descrizione è importante in quanto queste costituiscono la base per un'analisi dettagliata delle performance storiche e previsionali, nonché dell'andamento dei principali dati competitivi, reddituali, patrimoniali e finanziari.

L'analisi proposta ha lo scopo di andare oltre la semplice presentazione dell'azienda a livello SBU e di dettagliare l'andamento delle principali variabili presenti nel piano, quali i clienti, i canali distributivi, le aree geografiche di azione e le tipologie di prodotti o servizi. Questa modalità di azione consente di fornire importanti informazioni al fine di valutare il piano in un modo estremamente complesso che non sarebbe possibile limitandosi alla semplice analisi delle singole SBU. Ad esempio, nel caso in cui un business plan fosse basato su importanti opere di diversificazione delle aree geografiche di azione o su considerevoli variazioni del portafoglio clienti all'interno di una data SBU, non risulterebbe analizzabile senza questo livello di dettaglio delle informazioni.

Al fine di fornire un'informazione quanto più completa possibile risulta fondamentale l'esposizione dell'andamento dei key value driver e della loro evoluzione stimata in seguito all'adozione della strategia ipotizzata. Alla luce della volontà di coniugare la nozione teorica con una dimostrazione numerica, si prosegue utilizzando l'esempio dell'azienda Alfa operante nel settore consumer durables. Questa ipotizza, come riscontrabile all'interno nella *Tabella 1.9*, un sensibile aumento del turnover in grado di generare una considerevole crescita del ROCE. Tale consequenzialità fra aumento del turnover e del ROCE risulta essere realistica in quanto Alfa ipotizza che la capacità produttiva in eccesso, già presente all'interno dell'impresa, non renda necessari importanti investimenti finalizzati all'aumento dei ricavi.

Dati in mln di euro	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Capital Employed	492	507	524	602	685	728
ROS	9,6%	10,1%	10,9%	12,0%	12,9%	13,2%
Turnover	1,1	1,2	1,3	1,5	1,7	1,8
ROCE	10,8%	12,0%	13,9%	18,1%	21,8%	23,4%

Dati in mln di euro	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
WACC	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
ROCE after taxes	6,0%	6,7%	7,8%	10,1%	12,2%	13,1%
Spread	-1,5%	-0,8%	0,3%	2,6%	4,7%	5,6%
EVA	-	-3,9	1,5	13,6	28,3	38,4

**Tabella 1.9:** L'andamento dei key value driver dell'azienda Alfa

Fonte: Società del settore consumer durables, Visciano, Scremin, Vesin, Colasurdo, Gianfrate (2004)

Successivamente alle attente descrizioni afferenti il modello economico di riferimento, le ipotesi alla base delle previsioni economiche, finanziarie e patrimoniali, il confronto fra i dati storici e le stime previsionali, le direttrici di analisi dei risultati gestionali e l'andamento dei key value driver, risulta necessario eseguire un'accurata analisi di sensitività.

Il piano industriale viene forzatamente redatto con un notevole margine di incertezza causato dalla sua intrinseca natura prospettica, pertanto è doveroso operare un'analisi relativa alle variabili qualitative e quantitative preponderanti nella creazione del valore che contempli diversi tassi di probabilità circa l'accadimento di taluni eventi e la realizzazione degli scenari prospettati. L'analisi di sensitività deve essere operata agendo sui principali key value driver, sulle variabili esterne di settore, fra le quali si contemplano l'andamento della domanda, la reazione dei competitor, le modifiche legislative, le innovazioni tecnologiche e gli interventi di organismi antitrust, sulle azioni realizzative maggiormente rilevanti e sulla possibile integrazione di società acquisite.

L'analisi viene solitamente svolta evidenziando gli effetti generati sui principali dati economici, patrimoniali e finanziari da scenari più o meno ottimistici rispetto all'andamento standard ed è avvallata da precise ipotesi in grado di fornire dati comparabili grazie all'utilizzo di specifici parametri e indici. È auspicabile che aziende operanti all'interno di un modello economico di tipo bottom up concentrino l'analisi sul numero di punti vendita di cui si stima l'apertura, sul fatturato e sui costi diretti. D'altro canto è necessario che le imprese che agiscono utilizzando un modello su commessa focalizzino la disamina sulle commesse da acquisire e sul coefficiente di successo nell'assegnazione delle stesse, nonché sulla loro marginalità. Infine, le società attive in un contesto economico che prediliga un approccio top down, quale l'azienda Alfa precedentemente citata, devono elaborare questa fase del piano in un'ottica what if rispetto alla domanda, alle quote di mercato raggiungibili e all'incidenza dei costi operativi.

Andamento Ricavi e Ebit nei tre scenari									
Dati in mln di euro	Scenario contemplato dal Piano Industriale			Scenario ottimistico			Scenario pessimistico		
	2004E	2005E	2006E	2004E	2005E	2006E	2004E	2005E	2006E
Ricavi Cottura	344	437	488	388	484	539	300	390	438
Ricavi Freddo	313	396	443	366	453	504	260	339	383
Ricavi Lavaggio	253	323	356	302	376	412	204	270	300
<b>Ricavi totali</b>	<b>910</b>	<b>1.156</b>	<b>1.287</b>	<b>1.057</b>	<b>1.313</b>	<b>1.455</b>	<b>763</b>	<b>999</b>	<b>1.121</b>
<b>Ebit totale</b>	<b>109,2</b>	<b>149,3</b>	<b>170,3</b>	<b>150,8</b>	<b>194,0</b>	<b>218,2</b>	<b>67,5</b>	<b>104,4</b>	<b>122,9</b>
<b>% Ricavi totali</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,2%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,8%</b>	<b>15,0%</b>	<b>8,8%</b>	<b>10,5%</b>	<b>11,0%</b>

**Tabella 1.10:** Sintesi dell'analisi di sensitività dell'azienda Alfa

Fonte: Società del settore consumer durables, Visciano, Scremin, Vesin, Colasurdo, Gianfrate (2004)

In relazione a quest'ultima casistica si fornisce la rappresentazione di sintesi dell'impatto sui ricavi e sull'EBIT formulata dall'azienda Alfa in tre possibili scenari: standard, ottimistico e pessimistico. Nello scenario ottimistico Alfa ipotizza una variazione percentuale della quota di mercato attesa per il triennio 2004-2006 pari a +2%, mentre in quello pessimistico stima una contrazione percentuale della stessa pari a -2%.

Infine, l'ultima sezione dell'area denominata "le ipotesi e i dati finanziari prospettici", è dedicata alla gestione e descrizione degli aspetti critici, ovvero all'evidenziazione delle modalità con cui siano stati trattati gli aspetti particolarmente rilevanti durante l'elaborazione del piano. Queste contingenze, di cui le principali risultano essere state precedentemente descritte nel corso della spiegazione della struttura del business plan, riguardando la redazione pre o post money del documento, l'inclusione di tematiche relative ad acquisizioni, dismissioni e operazioni infragruppo, l'esposizione dei rischi di cambio, l'orizzonte temporale del piano e l'omogeneità e l'articolazione dei dati economici forniti.

### **1.3 LA DUE DILIGENCE DI UN PIANO INDUSTRIALE**

L'espressione "due diligence", ovvero diligenza dovuta, indica l'attività di investigazione e di approfondimento di dati e informazioni relativi all'oggetto di una trattativa. In particolare, nel contesto afferente alla redazione di un piano industriale, rappresenta le verifiche che si dimostrano necessarie al fine della valutazione del business plan presentato. Tali accertamenti risultano importanti per un qualsivoglia piano industriale, ma costituiscono un elemento imprescindibile di analisi da parte dello Sponsor per quei documenti redatti dalle società in fase di quotazione. La due diligence di un piano industriale può vertere principalmente su tre aree delle quali si ritiene fondamentale il controllo: i requisiti, la sostenibilità organizzativa e l'attinenza allo schema standard.

#### **1.3.1 L'ANALISI DEI REQUISITI**

La prima di queste sezioni è relativa all'analisi dei requisiti precedentemente descritti: sostenibilità finanziaria, coerenza e attendibilità.

La valutazione della sostenibilità finanziaria del documento deve necessariamente iniziare con un'attenta analisi dei flussi di cassa ipotizzati e della loro copertura per mezzo dell'utilizzo di fonti di finanziamento consistenti e affidabili. Tale procedura annovera come elemento di partenza la valutazione dei cash flow generati dal business aziendale e di quelli utilizzati al fine

dello sviluppo degli investimenti. Queste valutazioni richiedono l'utilizzo di un approccio attentamente critico basato sulla formulazione di ipotesi diverse circa lo sviluppo delle strategie proposte, pertanto si rende necessaria l'attuazione di un'analisi di sensitività focalizzata sulle possibili fluttuazioni dei valori inerenti l'evoluzione dei fabbisogni di capitale circolante in relazione alle previsioni di vendita, le particolari condizioni contrattualizzate con clienti e fornitori e i cambiamenti necessari all'interno del modello organizzativo e produttivo aziendale. D'altro canto, gli investimenti devono essere valutati alla luce della loro incidenza sui flussi finanziari ipotizzati, nonché in merito all'impatto generato da particolari agevolazioni o da contratti di leasing operativi e finanziari.

Dimostrata la sostenibilità dei flussi finanziari ipotizzati, è doveroso analizzare la sussistenza di un equilibrio tra la tipologia di fonti di finanziamento, la reperibilità delle stesse e la quantità di impegni sottoscritti. In questa fase della due diligence è preferibile non riscontrare la sussistenza di necessità circa il ripetuto ricorso ai mercati azionari durante l'arco temporale del piano in quanto si è dimostrata una strategia spesso soggetta al fallimento. Inoltre, nel caso in cui l'azienda ipotizzasse un cospicuo ricorso al credito bancario, dovrebbe essere in grado di esporre chiaramente le ipotesi formulate circa la propria capacità di indebitamento e il proprio merito creditizio. Infine, l'analisi dell'equilibrio finanziario deve annoverare l'esame dell'impatto di quelle operazioni complesse che non risultino totalmente chiare o che si discostino sensibilmente dal business aziendale. La disamina del requisito di sostenibilità finanziaria si conclude con il vaglio delle relazioni finanziarie esistenti o stimate fra l'impresa redattrice del piano e altre società appartenenti allo stesso gruppo, collegate o partecipate. In questa fase risultano essere esaminati con particolare dettaglio gli obblighi che l'impresa si è impegnata a garantire, la riconducibilità del disegno strategico e il timing dei pagamenti.

Il secondo principio che deve assolutamente essere rispettato e di cui si verifica la presenza durante il processo di due diligence è quello relativo alla coerenza. In particolare, le verifiche si concentrano sulla cosiddetta coerenza "interna" e sulla realizzabilità dell'Action Plan. L'analisi della coerenza interna ha lo scopo di verificare la presenza di allineamento fra tutte le aree del business plan: la strategia realizzata, le intenzioni strategiche, l'Action Plan e i dati previsionali. Come è già stato possibile comprendere nel corso dell'elaborato, risulta fondamentale che quanto esposto nell'Action Plan risulti perfettamente coerente con quanto delineato nelle intenzioni strategiche. Tale requisito non è però sufficiente al fine di definire un piano perfettamente coerente, in quanto è necessario che vi sia un allineamento totale anche con l'ultima parte del piano, ovvero quella afferente ai dati previsionali.

Dimostrata la sussistenza della coerenza interna del documento è necessario focalizzarsi sull'analisi del cuore pulsante del business plan, ovvero l'Action Plan. Questo deve dimostrarsi realizzabile, ovvero le stime circa le linee operative delineate devono essere allineate con la realtà della situazione aziendale. Durante questa fase l'analisi verrà particolarmente concentrata sull'effettiva dotazione di risorse, includendo sia quelle già presenti in azienda sia quelle che si andranno a reperire nel corso dell'arco temporale interessato dal documento, sulle tempistiche afferenti all'adozione delle strategiche e alla loro realistica generazione di ricavi, nonché sulla possibile gestione degli aspetti critici, quale ad esempio l'entrata in nuove aree strategiche d'affari o in business concentrati in aree geografiche in cui l'azienda non risulta ancora operativa. L'ultimo requisito di cui si rende necessaria la verifica è quello relativo all'attendibilità. Questo deve essere analizzato in particolare in merito all'aspetto afferente alla compatibilità del piano con le dinamiche del contesto competitivo in cui si trova ad agire la società, alla confrontabilità dei dati stimati con i dati storici, alla visibilità dei dati previsionali e all'analisi di sensitività. L'attinenza del business plan con il contesto competitivo in cui opera l'impresa deve essere vagliata soprattutto alla luce della credibilità dei contenuti espressi rispetto alle caratteristiche e alle possibili evoluzioni del settore di appartenenza. Inoltre, è necessario verificare le stime effettuate circa importanti valutazioni quali la domanda di mercato, la gestione dell'immissione nel mercato di nuovi prodotti o servizi, l'analisi degli altri attori operanti nel mercato, ovvero i competitor, i clienti, i fornitori e i distributori, nonché l'evoluzione del contesto tecnologico in cui compete l'impresa.

Come già analizzato nel corso dell'elaborato, l'attinenza ai dati storici risulta un aspetto imprescindibile per l'elaborazione di un buon piano industriale, pertanto la verifica dell'attendibilità dei dati proposti in relazione al trend storicizzato costituisce uno degli elementi fondamentali della due diligence dei requisiti. In particolare, lo Sponsor dell'azienda quotanda o più generalmente chi si trovi a valutare un business plan, ha il dovere di porre molta attenzione ad alcuni importanti dati che non devono dimostrarsi lontani dall'andamento storico dell'azienda o quanto meno non devono essere privi di forti dimostrazioni alla base della loro stima. Questi sono principalmente rappresentati dalla coerenza dei dati previsti con quelli storici circa il tasso di crescita del fatturato, le ipotesi di crescita del fatturato in nuove aree geografiche non supportate da avvenimenti simili nel recente passato, le ipotesi di crescita del fatturato più che proporzionale rispetto alla crescita della domanda, le prospettive di forte miglioramento dell'efficienza o della razionalizzazione delle strutture centrali e la forte riduzione prospettica del capitale circolante netto.

Oltre all'attinenza con i dati relativi ai consuntivi precedenti, le ipotesi circa i risultati economici e finanziari devono dimostrarsi in linea anche con l'annualità in cui la società elabora il piano industriale. La dimostrazione di correlazione fra i dati di competenza dei mesi già trascorsi e quelli stimati per l'anno in corso garantisce un altro importante criterio costituente il requisito di attendibilità, ovvero la visibilità dei dati previsionali. La dimostrazione che quanto previsto circa le azioni strategiche, l'andamento dell'attività gestionale e i risultati attesi si stia realmente concretizzando garantisce una valutazione positiva del business plan.

Infine, completate le operazioni di verifica circa quanto precedentemente descritto, è corretto constatare la presenza di una precisa e trasparente analisi di sensitività relativa alle variabili maggiormente impattanti sulla creazione del valore stimato.

### **1.3.2 L'ANALISI DELLA SOSTENIBILITÀ ORGANIZZATIVA**

L'analisi relativa alla sostenibilità organizzativa di un piano industriale risulta essere strettamente connessa all'analisi effettuata circa i requisiti utilizzati durante la redazione del documento.

Questa viene principalmente focalizzata sulla verifica in merito alla coerenza tra intenzioni strategiche e azioni organizzative, alla realizzabilità dell'Action Plan in relazione alla dotazione di risorse aziendali presenti e prospettiche, alla consequenzialità in essere fra l'adozione delle linee operative ipotizzate e ai dati previsionali stimati e alla conseguente stima dei flussi di cassa generati. Come facilmente riscontrabile, tale analisi presuppone che il primo processo di analisi afferente la presenza dei requisiti sia stato completato con un risultato soddisfacente.

Il primo punto dell'analisi circa la sostenibilità organizzativa può essere dettagliatamente eseguito ponendo l'attenzione sulla sussistenza di una forte coerenza fra le intenzioni strategiche, la struttura organizzativa, il Business Model e i principali processi produttivi e organizzativi adottati dall'impresa. Durante questa fase dell'analisi è doveroso contrarsi sulla verifica dell'assenza di anomalie afferenti alla gestione di particolari situazioni che potrebbero minare la sostenibilità organizzativa del piano industriale. In particolare, alcuni di questi potrebbero essere rappresentati dalla determinazione approssimativa dei processi di ingresso in nuove aree geografiche, di innovazione del portafoglio dei prodotti o dei servizi e di miglioramento dell'efficienza del modello di produzione e commercializzazione adottato.

Inoltre, in tale area è corretto verificare la coerenza circa le modalità di esecuzione dei processi decisionali ed operativi facendo riferimento al cosiddetto albero dei processi, la definizione di precisi ruoli e responsabilità e la puntuale allocazione delle risorse presenti e future.

Infine, durante questa fase del processo di verifica del documento è necessario constatare ed eventualmente analizzare la presenza di particolari sistemi di incentivazione di tutte le risorse aziendali, dal management agli addetti dell'area operativa. Sarebbe auspicabile riscontrare l'esistenza di un sistema di rewarding basato sul collegamento di potenziali incentivi salariali ai principali key value driver aziendali. Nel corso di questo processo di analisi circa le risorse umane impiegate in azienda, è possibile rilevare la sussistenza di liabilities aziendali verso i quadri dirigenziali, eventuali costi, compresi quelli relativi a possibili uscite, accordi di stock option e l'esistenza di contratti aziendali che potrebbero vincolare le decisioni future dell'azienda mettendo così in discussione la reale operatività del piano industriale proposto.

### **1.3.3 L'ANALISI DELL'ATTINENZA ALLO SCHEMA STANDARD**

L'ultima fase di verifica circa la correttezza del piano industriale proposto è relativa ad un'analisi formale globale dello schema utilizzato per la redazione e l'esposizione del documento.

Se da un lato risulta doveroso ricordare come lo schema proposto da Borsa Italiana non sia il frutto di una qualche imposizione di legge, ma costituisca una semplice traccia utile ai fini di una corretta elaborazione, dall'altro è necessario non incorrere nell'errore di considerare l'ipotesi di adozione di un sistema di descrizione del piano eccessivamente semplificato rispetto a quanto suggerito. Risulta infatti necessario che tutti gli elementi citati siano presenti in un qualunque business plan, sia esso redatto da un'impresa in fase di quotazione, sia questo prodotto da una società già inserita all'interno del mercato azionario.

Infine, è corretto verificare che il documento non presenti un errore spiacevolmente frequente durante l'analisi dei piani industriali e relativo alla concentrazione delle informazioni proposte da parte dell'impresa sulla declinazione delle intenzioni strategiche e sulla presentazione dei dati finanziari prospettici. Così facendo le società sovente incorrono nell'imprecisione di non approfondire la descrizione di altre aree del piano industriale notevolmente rilevanti quali l'Executive Summary, la strategia realizzata e soprattutto l'Action Plan.



## **CAPITOLO 2: ENI SPA**

### **2.1 L'AZIENDA: STORIA, GOVERNANCE, MODELLO DI BUSINESS E PERFORMANCE**

#### **2.1.1 LA STORIA**

Eni SPA è una multinazionale italiana che opera nei settori del petrolio, del gas naturale, della chimica, della produzione e commercializzazione dell'energia elettrica e di energia da combustibili fossili in 66 paesi con oltre 30.000 dipendenti, 31.495 nel 2020. Nel 2020 l'azienda risulta occupare il 468° posto su scala mondiale nella classifica Forbes Global 2000 delle società ad azionariato diffuso in termini di fatturato, utile, attivo e capitalizzazione di mercato e il 113° posto nella classifica Fortune 500 che utilizza il solo parametro del fatturato.

La società nacque il 10 febbraio 1953 grazie all'approvazione della legge n. 136, ma le sue radici possono essere individuate nel più complesso piano di intervento strutturato dallo Stato Italiano.

Durante gli anni cinquanta l'impresa non incontrò i risultati sperati circa i ritrovamenti petroliferi nella zona della Pianura Padana, ma nonostante le avversità riuscì a concentrare il proprio sviluppo sulla creazione della rete nazionale di gasdotti che risultò di fondamentale importanza sia per l'uso domestico che per quello industriale, sulla creazione di una rete di distributori di benzina, sul rafforzamento del brand di Agip e sull'aumento dell'industria chimica. La crescente domanda di risorse petrolifere nell'Italia della rinascita dopo il secondo dopoguerra costrinse Eni a ricercare nuovi fonti di combustibile all'estero ed in particolare in Medio Oriente, dove però incontrò molte difficoltà a causa dell'ingresso ritardato rispetto ai competitor internazionali, essendo così costretta a trasferire l'operatività in Africa.

La decade successiva vide una brusca inversione di rotta nella strategia. La nuova configurazione societaria, dovuta alla scomparsa dello storico presidente Mattei, le stringenti necessità finanziarie e la bassa redditività degli investimenti, costrinsero l'azienda ad adottare politiche di gran lunga differenti rispetto alle precedenti. Il nuovo management si pose l'obiettivo del riequilibrio della situazione finanziaria e cercò di migliorare i rapporti con i principali competitor, grazie anche alla stipula di accordi commerciali. In questi anni Eni diresse la propria attenzione sul comparto chimico, ma tale politica creò importanti tensioni con le aziende private a causa della diversa gestione dei rischi. Questi non preoccuparono solo i privati, tanto che Eni cercò un accordo cui però non seguirono mai collaborazioni efficaci.

Gli anni settanta furono economicamente dominati dalla crisi petrolifera che costrinse l'azienda a presentare per la prima volta dei bilanci in perdita. In questi anni Eni accentuò il proprio ruolo di agente di salvataggio delle imprese in difficoltà già iniziato nel corso degli anni sessanta.

L'inizio degli anni ottanta furono piuttosto turbolenti, tanto che si susseguirono ben quattro presidenti e due commissari dal 1979 al 1983. Durante la presidenza Reviglio, Eni cedette il comparto tessile, fonte di perdite ingenti, portò a termine la privatizzazione di alcune aziende del gruppo e iniziò un periodo di nuova prosperità economica.

Negli anni novanta, con il decreto deliberato dal Governo Amato I, n. 333 dell'11 luglio 1992, Eni iniziò il processo di privatizzazione con la trasformazione in una società per azioni controllata dal Ministero del Tesoro. L'anno successivo la società piombò nello scandalo Tangentopoli da cui uscì con un profondo processo di trasformazione che toccò l'intero modello manageriale e produttivo il cui emblema è rappresentato dal numero dei dipendenti che dai fasti degli anni ottanta iniziò a decrescere fino ad attestarsi attorno alle 30.000 unità rilevabili nelle ultime annualità degli anni dieci del ventunesimo secolo.

Durante i turbolenti anni novanta vi fu la prima quotazione a Milano e New York (1995), la quale, simultaneamente ad altre cessioni, portò il Ministero del Tesoro a detenere una quota di capitale pari a solo il 30% circa. La quota risulta a sua volta suddivisa in una parte quantificabile nel 25,96% di proprietà di Cassa Depositi e Prestiti SPA, il cui 82,77% risulta controllato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e nel 4,37% di competenza diretta del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Nonostante il possesso di una quota apparentemente minoritaria, lo Stato Italiano mantiene il controllo effettivo della società anche in virtù della legge n. 474 del 30 luglio 1994 che legiferò in merito alla cosiddetta "golden share". Successivamente alla quotazione, Eni dimostrò una redditività significativamente positiva che risultò in grado di garantire ottimi dividendi e di costituire un capitale utile allo sviluppo degli investimenti eseguiti prevalentemente per mezzo di importanti acquisizioni all'estero.

Gli anni duemila sono stati caratterizzati dalla transizione energetica a favore delle energie rinnovabili inducendo Eni a collaborare con molteplici partner ed enti di ricerca. Dopo gli eventi della prima decade del ventunesimo secolo, il 2014 costituisce un nuovo punto di svolta per l'accelerazione dei processi di transizione energetica rappresentata dalla riconversione della tradizionale raffineria di Porto Marghera in bioraffineria. L'importante processo di trasformazione energetica ha portato Eni ad attestarsi quale leader mondiale per il Carbon Disclosure Project. Inoltre, nel 2020 la società è stata nominata migliore compagnia petrolifera per sostenibilità da Carbon Traker. Dall'avvio dell'ultima fase del programma di transizione

energetica, Eni ha aumentato sensibilmente la propria capacità di produzione, ottenendo importanti risultati circa la contrazione del capex e del debito netto, accompagnati da un importante aumento del EBIT. Infine, Eni non ha abbandonato il business afferente alle aree di servizio e nel 2021 ne detiene una quota di mercato pari a circa il 20%.

### **2.1.2 LA GOVERNANCE**

Il modello di Corporate Governance utilizzato da Eni è ispirato dai principi cardini di integrità e trasparenza ed è volto a sostenere il rapporto di fiducia fra la società e i propri stakeholder, nonché a contribuire al raggiungimento dei risultati di business per mezzo della creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

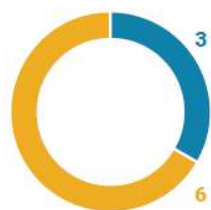
In data 23 dicembre 2020 il Consiglio di Amministrazione di Eni ha deliberato circa l'adesione al nuovo Codice di Corporate Governance 2020. Questo, in vigore a far data dal 1° gennaio 2021, pone come obiettivo principale che guida l'azione dell'organo amministrativo il "successo sostenibile", ovvero la creazione di valore nel lungo termine per gli azionisti e la consapevolezza del ruolo fondamentale rivestito dall'importanza degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per l'impresa. Il principio teorico di trasparenza, tradotto concretamente in un articolato sistema di comunicazione e confronto con i mercati e in particolare con gli azionisti, costituisce la pietra miliare necessaria al fine del conseguimento dell'obiettivo.

Eni adotta un modello di Corporate Governance tradizionale che non modifica le competenze spettanti a norma di legge all'Assemblea degli azionisti e attribuisce la responsabilità della gestione al Consiglio di Amministrazione, di vigilanza al Collegio Sindacale e di revisione legale dei conti alla Società di revisione.

L'Assemblea degli azionisti nomina i componenti e i Presidenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale utilizzando la modalità del voto di lista al fine di garantire la presenza di consiglieri e sindaci designati dagli azionisti di minoranza. Nel maggio 2020 sono stati nominati i nuovi componenti del Consiglio di Amministrazione (9) e del Collegio Sindacale (5) che resteranno in carica fino all'approvazione del bilancio consuntivo 2022. Lo Statuto di Eni, modificato nel febbraio 2020, garantisce adeguata rappresentazione alle liste di minoranza e tutela la parità di genere prevedendo che gli organi di amministrazione e controllo debbano essere composti dal almeno 2/5 del genere meno rappresentato.

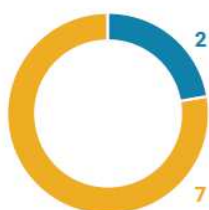
## COMPOSIZIONE CDA

### Lista di provenienza



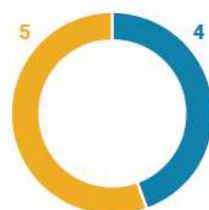
■ maggioranza  
■ minoranza

### Indipendenza<sup>(a)</sup>



■ indipendenti  
■ non indipendenti

### Diversità di genere



■ uomini  
■ donne

### Fasce di età<sup>(b)</sup>



■ 40-50 anni  
■ 51-60 anni  
■ 61-70 anni

(a) Ci si riferisce all'indipendenza ai sensi di legge.

(b) Dati al 31 dicembre 2020.

### Tabella 2.1: Composizione del CdA di Eni SPA

Fonte: Relazione Finanziaria annuale 2020 – Eni SPA

In data 14 maggio 2020, il Consiglio di Amministrazione ha nominato Claudio Descalzi, appartenente alla lista di maggioranza, a rivestire il ruolo di Amministratore Delegato ed ha confermato la costituzione al proprio interno di quattro comitati aventi funzioni consultive e propositive: il Comitato Controllo Rischi, il Comitato Sostenibilità e Scenari, il Comitato per le Nomine e il Comitato Remunerazione. Lo stesso Consiglio ha approvato i rispettivi Regolamenti e in virtù di essi mantiene il controllo circa i procedimenti di nomina e revoca dei membri e dei Presidenti degli stessi, che devono dimostrare particolari requisiti.

Il Comitato Controllo Rischi, composto da tre a quattro amministratori non esecutivi tutti indipendenti, supporta il Consiglio operando un'adeguata attività istruttoria nelle valutazioni e nelle decisioni relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché in quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche. Ad esso è richiesto un parere preventivo circa la definizione delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, con particolare attenzione all'analisi della procedura di Internal Audit, all'approvazione del Piano di Audit predisposto dal Direttore Internal Audit e alla nomina dello stesso dirigente. Altri compiti affidati al Comitato riguardano l'analisi delle regole per la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e di quelle nelle quali un amministratore o un sindaco sia portatore di un interesse in proprio o per conto di terzi e il vaglio delle linee fondamentali del sistema normativo da portare in approvazione al Consiglio. Il Comitato è incaricato di prestare assistenza in materie concernenti la valutazione del corretto utilizzo dei principi contabili e della loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato, l'analisi e la valutazione delle relazioni predisposte dal CFO o Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari. Infine, il Comitato sovrintende alle attività della Direzione Affari Legali in caso di indagini e procedimenti giudiziari in essere all'Italia o all'estero. Nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione del 14 maggio 2020, il Consiglio ha confermato l'attribuzione alla neoeletta

Presidente Lucia Calvosa un importante ruolo circa il sistema di controlli interni, in particolare per quanto afferisce ai processi di Internal Audit e di nomina dei principali soggetti incaricati.

Il Comitato Sostenibilità e Scenari, composto da quattro a cinque amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali in possesso dei requisiti di indipendenza prescritti dalla legge e dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, svolge funzioni propositive e consultive nei confronti del Consiglio di Amministrazione in materia di scenari e sostenibilità e analizza gli scenari per la predisposizione del piano strategico.

Il Comitato per le Nomine, costituito per la prima volta il 28 luglio 2011, è composto da tre a quattro amministratori, la maggioranza dei quali indipendenti e assiste il Consiglio nella definizione degli eventuali criteri per la designazione dei dirigenti e dei componenti degli organi e organismi della società e delle società controllate, nonché dei componenti degli altri organi e organismi delle società partecipate. Inoltre, su proposta dell'Amministratore Delegato, esamina i criteri che sovrintendono ai piani di successione dei dirigenti con responsabilità strategiche della società e può proporre di propria iniziativa i candidati alla carica di amministratore qualora nel corso dell'esercizio ne vengano a mancare uno o più. Il Comitato adempie ulteriori importanti funzioni quali la sovrintendenza dell'autovalutazione annuale del Consiglio e dei suoi Comitati, la formulazione di pareri al Consiglio in merito alla dimensione e alla composizione dello stesso e dei suoi Comitati, la proposta al Consiglio della lista di candidati alla carica di amministratore da presentare all'Assemblea qualora il Consiglio decida di avvalersi di tale facoltà e l'indicazione al Consiglio dell'orientamento sul numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco che un amministratore può ricoprire. Inoltre, il Comitato provvede all'istruttoria relativa alle verifiche periodiche dei requisiti di indipendenza e onorabilità degli amministratori e all'assenza di cause di incompatibilità o ineleggibilità in capo agli stessi e formula un parere al Consiglio su eventuali attività svolte dagli amministratori in concorrenza con quelle della Società. Infine, congiuntamente con il Direttore Affari Societari e Governance, predispone l'istruttoria delle materie relative ad aspetti di natura societaria.

Il Comitato Remunerazione, costituito per la prima volta nel 1996 e composto da tre a quattro Amministratori non esecutivi tutti indipendenti, sottopone all'approvazione del Consiglio la "Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti". Inoltre, monitora l'applicazione delle decisioni adottate dal Consiglio nelle materie di competenza e svolge i compiti richiesti dalla procedura in tema di operazioni con parti correlate.

La "Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti" approvata in data 1° aprile 2021 descrive una struttura retributiva bilanciata tra una componente fissa e

una variabile in funzione degli obiettivi strategici e della politica di gestione del rischio della società, che non dimentica di considerare il settore di attività. Questa è basata su piani di incentivazione variabili con obiettivi, finanziari e non finanziari, predeterminati e misurabili, un sistema pay-mix dei ruoli esecutivi con significativa incidenza delle componenti di lungo termine, una valutazione delle performance rispetto ai peer di settore, un piano di engagement strutturato, periodi di maturazione degli incentivi di lungo termine non inferiori a 3 anni, e clausole di lock-up per gli strumenti azionari oppure di malus e clawback. La società impone l'assenza di livelli retributivi superiori ai riferimenti di mercato e di remunerazioni variabili per gli Amministratori non esecutivi, nonché la mancanza di qualsivoglia forma di incentivazione di natura straordinaria per l'Amministratore Delegato e Direttore Generale, di indennità di fine mandato o risoluzione del rapporto di lavoro superiore ai limiti di legge e di contratto e di benefit di valore eccessivo, con limitazione ai benefit previdenziali, assistenziali e assicurativi.

La positività della politica di remunerazione è riscontrabile nell'analisi pay for performance. I dati ottenuti risultano di fondamentale importanza in quanto l'indice TSR<sup>7</sup>, allineato alla remunerazione delle alte sfere dirigenziali, indica l'adeguatezza della strategia attuata.

La remunerazione dei ruoli esecutivi aventi maggiore influenza sui risultati aziendali è caratterizzata da una significativa incidenza delle componenti di incentivazione, in particolare di lungo termine, attraverso periodi di differimento o maturazione degli incentivi in un orizzonte temporale almeno triennale.

La remunerazione degli Amministratori non esecutivi e del Collegio Sindacale prevede compensi commisurati alla competenza, professionalità e impegno richiesto in relazione alla partecipazione ai Comitati ed esclude la partecipazione degli stessi da piani di incentivazione di tipo variabile, anche a base azionaria. Inoltre, è presente una differenziazione tra il compenso previsto per il Presidente rispetto a quello dei componenti di ciascun Comitato, in considerazione del ruolo di coordinamento dei lavori e collegamento con gli organi societari e le funzioni aziendali.

Oltre a quanto esplicitamente descritto per i singoli Comitati, ciascuno di essi è tenuto a riferire al primo Consiglio di Amministrazione utile, tramite il proprio Presidente, circa le questioni più rilevanti esaminate nel corso delle riunioni. Nello svolgimento delle proprie funzioni, i Comitati hanno facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie, nonché di avvalersi di consulenti esterni nei termini stabiliti dal Consiglio di Amministrazione.

---

<sup>7</sup> TSR, Total Shareholder Return: ritorno complessivo per l'azionista.

Successivamente all'analisi del ruolo dei Comitati, è necessario sottolineare la figura del cosiddetto Segretario del Consiglio, anch'esso nominato dal Consiglio e avente compiti di assistenza e consulenza nei confronti della Presidente, dei Consiglieri e dei Sindaci.

La gestione della società è stata affidata all'Amministratore Delegato da parte del Consiglio di Amministrazione che ha però ritenuto opportuno riservarsi in via esclusiva le decisioni più rilevanti in materia di attribuzioni strategiche, operative e organizzative, in particolare circa i temi di governance, sostenibilità, controllo interno e gestione dei rischi.

Nel corso delle ultime annualità, il Consiglio ha focalizzato l'attenzione circa gli aspetti organizzativi dell'impresa, ponendo ulteriormente l'accento sul sistema di controllo interno e gestione dei rischi e di Compliance disponendo che la funzione di Risk Management Integrato sia alle dirette dipendenze dell'Amministratore Delegato ed ha deliberato in merito alla creazione di una funzione competente in materia di Compliance Integrata, direttamente alle dipendenze dell'amministrazione e separata dalla funzione legale. Inoltre, al fine di modellare un assetto coerente con la mission e funzionale al raggiungimento degli obiettivi, a giugno 2020 il Consiglio ha costituito due nuove Direzioni Generali, Energy Evolution e Natural Resources.

Alla luce di ciò si rende fondamentale l'esistenza di un corretto flusso informativo garantito dall'elaborazione di specifiche procedure che stabiliscono i termini minimi per la messa a disposizione della documentazione e dalla vigilanza degli organi competenti. Le medesime necessità di informazioni vengono evidenziate dai Sindaci che possono partecipare alle riunioni del Consiglio e del Comitato Controllo e Rischi al fine di incrementare lo scambio di informazioni. L'adeguatezza dei flussi informativi costituisce un elemento cardine nel processo annuale di autovalutazione, cosiddetto Board Review, elaborato periodicamente dal Consiglio con l'ausilio di un consulente esterno. Eni è stata la prima società italiana ad adottare questa best practice nel 2012 e l'ha portata a termine per ben cinque volte nelle ultime nove annualità.

### **2.1.3 IL MODELLO DI BUSINESS**

Eni esercita le proprie attività lungo l'intera catena del valore dell'energia occupandosi di esplorazione, sviluppo ed estrazione di olio e gas naturale, generazione di energia elettrica da cogenerazione e fonti rinnovabili, raffinazione, chimica tradizionale e biochimica, sviluppo di processi di economia circolare, commercializzazione di gas, energia elettrica e prodotti ai clienti business e retail, nonché ai consumatori privati. L'azienda risulta in grado di operare in business così diversi fra loro grazie all'utilizzo di tre leve: lo sviluppo di competenze consolidate, l'utilizzo di tecnologie all'avanguardia e la distribuzione geografica dei propri asset.

La presenza sensibilmente radicata lungo l'intera catena del valore dell'energia costituisce un elemento cardine per l'adozione del modello di business di Eni che risulta essere finalizzato alla creazione di valore per azionisti e stakeholder.

L'azienda intende contribuire, in forma diretta e indiretta, al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) presenti all'interno dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Al fine di conseguire tale obiettivo, la società intende promuovere ed attuare una transizione energetica socialmente giusta, cosiddetta "just transition", in grado di rispondere con soluzioni concrete e sostenibili alle sfide relative al contrasto ai cambiamenti climatici e all'accesso indifferenziato all'energia. Eni persegue l'obiettivo di fondere le proprie esigenze di business con i principi precedentemente descritti e a tal fine opera attraverso tre principali direttrici di business: l'eccellenza operativa, la neutralità carbonica al 2050 e le alleanze per lo sviluppo.

L'eccellenza operativa viene perseguita valorizzando le persone impiegate nei processi, salvaguardando la salute e la sicurezza sia degli addetti che dell'asset integrity, tutelando l'ambiente, diversificando le attività e garantendo una solida disciplina finanziaria.

L'azienda si impegna a sostenere il percorso di "just transition" per mezzo del consolidamento e dell'evoluzione delle competenze valorizzando i propri dipendenti e ponendo l'attenzione circa il benessere psico-fisico degli stessi e delle loro famiglie. A tal proposito Eni impone rigidi protocolli circa la sicurezza sul luogo di lavoro, sia per i propri impiegati, sia per i contrattisti e gli stakeholder operanti nei diversi paesi. La società persegue le proprie finalità con lealtà, correttezza, trasparenza e onestà, come indicato nel proprio sistema di Corporate Governance, ponendo ai vertici della catena delle priorità il rispetto dei diritti umani e la tutela dell'ambiente. Nel corso dell'esercizio 2020 Eni ha affrontato le proprie sfide afferenti al tema dell'eccellenza operativa portando a termine circa 1,04 milioni di ore di formazione, promuovendo iniziative di approfondimento sul Fattore Umano al fine di contrastare i rischi di incidente e rilanciando e valorizzando, anche in considerazione delle nuove modalità di lavoro dettate dalla pandemia da Covid-19, la campagna "Safety starts @ home". Inoltre, la società ha provveduto all'elaborazione del nuovo Codice Etico e del nuovo Codice di Condotta Fornitori di Eni. Nel corso del 2020 tutti i fornitori dell'azienda sono stati sottoposti ad un attento processo di valutazione basato su criteri sociali che ha portato Eni a raggiungere il primo posto nella classifica stilata dal Corporate Human Rights Benchmark (CHRB). Infine, l'impegno circa i processi di autoanalisi è riscontrabile nello svolgimento di ben 31 audit interni con verifiche anti-corrruzione.



La neutralità carbonica al 2050 costituisce l'obiettivo a lungo termine di un percorso di decarbonizzazione basato su processi di rigido controllo delle emissioni lungo l'intera filiera produttiva.

Tale scopo, fondamentale sia per il business aziendale sia per l'impatto generato sull'ambiente, è perseguito dall'azienda per mezzo della definizione di un piano di medio-lungo periodo, la cui redazione è coadiuvata dall'adozione delle misure descritte in merito al conseguimento della cosiddetta eccellenza operativa, volto a cogliere totalmente le opportunità generate dalla transizione energetica. Nel 2020 si sono riscontrati importanti dati a testimonianza della positività del lavoro svolto. Un'analisi effettuata comparando i dati dell'ultima annualità con il 2014, ovvero l'anno in cui ha avuto origine l'ultimo radicale processo di trasformazione di Eni, ha registrato importanti diminuzioni circa l'indice di intensità emissiva GHG upstream (-26%), il volume di idrocarburi inviati a flaring di routine (-36%) e le emissioni fuggitive di metano upstream (-90%). La diminuzione delle emissioni fuggitive di metano rappresenta il dato più importante fra quelli ottenuti in quanto costituisce il raggiungimento del primo target inserito nel piano di neutralità carbonica al 2050.

Infine, l'ultima direttrice cardine del modello di business aziendale è rappresentata dalle alleanze per lo sviluppo.

Queste consistono in un sistema integrato di collaborazione e valorizzazione delle risorse dei Paesi in cui la società esercita il proprio business. Le principali attività sono volte all'instaurazione di processi finalizzati a consentire la fruizione dell'energia elettrica all'intera popolazione e alla promozione di programmi per lo sviluppo delle realtà locali, i cosiddetti Local Development Programme (LDP). Tale approccio viene definito "Dual Flag" ed è basato sulla collaborazione con altri attori riconosciuti globalmente finalizzata allo studio e al soddisfacimento delle esigenze delle popolazioni locali in linea con quanto presente nei Piani di Sviluppo Nazionali e nell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Coerentemente con l'obiettivo prefissato, Eni adotta politiche di trasferimento del proprio know-how e delle proprie competenze ai partner locali al fine di accrescere la struttura imprenditoriale dei Paesi. Nel 2020 Eni ha investito 96,1 milioni di euro per progettualità finalizzate allo sviluppo locale ed ha siglato importanti accordi di cooperazione con Banca Mondiale, USAID e organizzazioni della società civile.

Le tre direttrici attraverso cui si sviluppa il modello di business di Eni vengono perseguite facendo leva sulle competenze presenti in azienda, sullo sviluppo di tecnologie all'avanguardia, sul processo di digitalizzazione e sull'adozione di un sistema di Corporate Governance ispirato

ai principi di trasparenza e integrità. Nel corso dell'ultima annualità l'azienda ha destinato 157 milioni di euro ad investimenti finalizzati ad attività di ricerca e sviluppo ed ha completato 25 nuove domande di primo deposito brevettuale, di cui 7 relative a fonti rinnovabili.

#### **2.1.4 LE PERFORMANCE**

Nel corso del ventunesimo secolo Eni ha dimostrato di essere una società in grado di generare importanti volumi di ricavi e di risultati positivi, divenendo così una solida fonte di investimento attrattiva per gli azionisti nazionali ed internazionali. Nel dettaglio, a partire dal 2010 l'azienda ha presentato risultati positivi per ben 9 annualità, generando un risultato negativo esclusivamente negli esercizi 2015 e 2020. Entrambe le annualità in cui Eni ha presentato bilanci in perdita sono state caratterizzate da importanti crisi dei prezzi del petrolio che hanno rivestito un ruolo fondamentale nella generazione della perdita. Il risultato dell'anno 2020, oltre al crollo del prezzo del Brent correlato allo scenario pandemico da Covid-19, ha risentito principalmente del risultato di una partecipata valutata ad equity. Le perdite presentate nelle relazioni finanziarie 2015 e 2020 sono comunque mitigate se valutate in termini di risultato di esercizio adjusted, ovvero rettificato dei componenti di natura straordinaria. Questi riportano valori sensibilmente migliorativi attestando le chiusure di esercizio a +0,34 miliardi di euro nel 2015 e -0,74 miliardi di euro nel 2020.

Contestualmente alla presentazione dei risultati di esercizio 2020, l'Amministratore Delegato Claudio Descalzi, ha sottolineato la positività della strategia in essere all'interno dell'azienda. Questa ha reso possibile l'attuazione di una risposta pronta e significativa all'impatto generato dalla pandemia consentendo di non interrompere il processo di transizione energetica. Lo scenario pandemico ha costretto l'impresa a focalizzare la gestione in merito alla rivisitazione del programma di spesa al fine di minimizzare l'impatto sulla cassa della caduta del prezzo del greggio, aumentare la liquidità e difendere la solidità patrimoniale. I risultati del terzo e quarto trimestre 2020 si sono dimostrati sensibilmente incoraggianti, con un prezzo del Brent a 44 dollari/barile, superando le aspettative del mercato a livello di utile operativo ed utile netto e confermando la generazione di cassa operativa e l'efficacia dell'azione di risposta alla crisi.

Il 2021 si sta dimostrando un anno particolarmente positivo, infatti, la relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2021 evidenzia un utile netto di 1.103 milioni di euro che segna un definitivo cambio di rotta rispetto alla perdita di 7.335 milioni di euro del primo semestre dell'anno precedente. Il primo semestre 2021 ha rilevato un rafforzamento di tutte le commodities. Il contemporaneo aumento dei prezzi del Brent e del gas, nonché dello spread

polietilene-etilene nel settore chimico, è stato bilanciato dallo scenario di raffinazione nell'area Europa/Mediterraneo che ha riportato valori del benchmark SERM ai minimi storici a causa del perdurare degli effetti della pandemia. Il positivo risultato semestrale è stato possibile grazie alla migliore performance operativa, al miglioramento del tax rate e alla normalizzazione della E&P in relazione al miglioramento dello scenario che ha determinato sul piano fiscale un più favorevole mix geografico dei profitti caratterizzato dalla minore incidenza dei paesi a più elevata fiscalità. Inoltre, la maggiore visibilità sui redditi imponibili futuri delle attività green in Italia ha consentito di valorizzare parte delle perdite fiscali. Eni riporta risultati positivi in merito alla crescita dei principali indici economici e finanziari, quali ROS, ROCE, ROE e ROI. I risultati conseguiti nel primo semestre 2021 sono riscontrabili anche nel corso del terzo trimestre. La relazione finanziaria trimestrale resa nota in data 29 ottobre 2021 dimostra il continuo trend di crescita delle performance economico finanziarie della società. Come dichiarato dall'Amministratore Delegato Descalzi, la produzione upstream ha registrato un sensibile recupero crescendo del 6% e dimostrandosi in linea con la guidance. Nel business del gas e GNL l'azienda ha ottimizzato il portafoglio e proseguito importanti negoziati con un considerevole beneficio atteso sui risultati dell'anno. Nel terzo trimestre sono stati raggiunti risultati economici mai conseguiti nelle ultime annualità, l'EBIT adjusted è pari a 2,5 miliardi e l'utile netto adjusted a 1,4 miliardi. Inoltre, i primi tre trimestri sono stati contraddistinti dalla forte generazione di cassa e dall'attenta gestione dei costi che rendono disponibili oltre 4 miliardi di free cash flow in grado di remunerare l'intero dividendo e buyback 2021.

2Q 2021			3Q			Nove mesi		
			2021	2020	var %	2021	2020	var %
68,83	Brent dated	\$/barile	73,47	43,00	71	67,73	40,82	66
1,206	Cambio medio EUR/USD		1,179	1,169	1	1,196	1,125	6
264	Prezzo spot del Gas Italia al PSV	€/mgl mc	491	91	..	319	95	..
1	Spread PSV vs. TTF		(9)	10	..	(2)	15	..
(0,4)	Standard Eni Refining Margin (SERM)	\$/barile	(0,4)	0,7	..	(0,4)	2,2	..
<b>1.597</b>	<b>Produzione di idrocarburi</b>	mgl di boe/g	<b>1.688</b>	<b>1.701</b>	<b>(1)</b>	<b>1.663</b>	<b>1.740</b>	<b>(4)</b>
<b>2.045</b>	<b>Utile (perdita) operativo adjusted <sup>(a)</sup></b>	€ milioni	<b>2.492</b>	<b>537</b>	<b>364</b>	<b>5.858</b>	<b>1.410</b>	<b>315</b>
1.841	E&P		2.444	515	..	5.663	745	..
24	Global Gas & LNG Portfolio (GGP)		50	64	(22)	44	427	(90)
190	R&M e Chimica		186	21	..	256	110	..
108	Eni gas e luce, Power & Renewables		64	57	12	374	333	12
<b>929</b>	<b>Utile (perdita) netto adjusted <sup>(a)(b)</sup></b>		<b>1.431</b>	<b>(153)</b>	<b>..</b>	<b>2.630</b>	<b>(808)</b>	<b>..</b>
0,24	per azione - diluito (€)		0,40	(0,04)	..	0,72	(0,23)	..
<b>247</b>	<b>Utile (perdita) netto <sup>(b)</sup></b>		<b>1.203</b>	<b>(503)</b>		<b>2.306</b>	<b>(7.838)</b>	
0,06	per azione - diluito (€)		0,33	(0,14)		0,63	(2,19)	
<b>2.797</b>	<b>Flusso di cassa operativo ante capitale circolante al costo di rimpiazzo <sup>(a)</sup></b>		<b>3.339</b>	<b>1.774</b>	<b>88</b>	<b>8.096</b>	<b>5.144</b>	<b>57</b>
<b>2.717</b>	<b>Flusso di cassa netto da attività operativa</b>		<b>2.933</b>	<b>1.456</b>	<b>101</b>	<b>7.026</b>	<b>3.834</b>	<b>83</b>
1.519	Investimenti (tecnici e in partecipazioni) netti <sup>(c)</sup>		1.136	899	26	4.042	3.761	7
10.040	Indebitamento finanziario netto ante passività per leasing ex IFRS 16		11.309	14.525	(22)	11.309	14.525	(22)
15.323	Indebitamento finanziario netto post passività per leasing ex IFRS 16		16.622	19.853	(16)	16.622	19.853	(16)
40.580	Patrimonio netto comprese le interessenze di terzi		40.280	36.533	10	40.280	36.533	10
<b>0,25</b>	<b>Leverage ante lease liability ex IFRS 16</b>		<b>0,28</b>	<b>0,40</b>		<b>0,28</b>	<b>0,40</b>	
<b>0,38</b>	<b>Leverage post lease liability ex IFRS 16</b>		<b>0,41</b>	<b>0,54</b>		<b>0,41</b>	<b>0,54</b>	

(a) Per la definizione dei risultati adjusted vedi nota sulle Non-GAAP measure a pag. 20.

(b) Di competenza degli azionisti Eni.

(c) Esclude acquisizioni del controllo di business o di quote di minoranza ed altri item non organici.

**Tabella 2.2:** Principali dati al 30 settembre 2021 di Eni SPA

Fonte: Risultati del terzo trimestre e dei nove mesi 2021 – Eni SPA

## 2.2 IL PIANO INDUSTRIALE 2021-2024: “BOOSTING OUR TRANSFORMATION”

### 2.2.1 ANALISI DELLO SCENARIO

Il piano industriale 2021-2024 di Eni SPA, per il quale l’azienda ha coniato il motto “Boosting our transformation”, ovvero, “Accelerando la nostra trasformazione”, è stato presentato il 19 febbraio 2021 da alcuni dei principali dirigenti del gruppo: l’Amministratore Delegato Claudio Descalzi, il Chief Financial Officer Francesco Gattei, il Chief Operating Officer – Natural Resources Alessandro Puliti ed il Chief Operating Officer – Energy Evolution Giuseppe Ricci.

La presentazione del documento è iniziata con l’illustrazione delle azioni attuate dalla società nel corso del 2020. Questa è stata un’annualità in cui i mercati sono piombati nella crisi più importante mai registrata scatenata dall’improvviso avvento della pandemia da Covid-19. La reazione adottata si è articolata sia sul piano organizzativo, mettendo in sicurezza circa 60.000 persone senza che la produttività potesse risentirne, sia su quello economico, tutelando l’integrità dello stato patrimoniale grazie alla flessibilità presente nella gestione della società. Lo scenario pandemico e le nuove sfide che l’azienda si appresta ad affrontare hanno reso necessaria una profonda trasformazione della struttura societaria sviluppata per mezzo della creazione di due nuovi business group principali: Natural Resources ed Energy Evolution.

Il business group Natural Resources è stato in grado di raggiungere importanti risultati sia in termini di produttività che di fatturato. Inoltre, questa area di business non ha mai interrotto il processo di perseguimento delle finalità di sostenibilità ambientale per mezzo degli investimenti in progetti di tipo REDD+ e CCUS. I progetti REDD+<sup>8</sup> mirano a ridurre le concentrazioni di Greenhouse Gases (GHG) e a contribuire alla mitigazione del cambiamento climatico, mentre le attività CCUS<sup>9</sup> hanno quale obiettivo primario la cattura, l’utilizzo e lo stoccaggio del carbonio.

Il business group Energy Evolution, che grazie al settore Bio-raffinerie & Marketing ha conseguito risultati economici straordinari durante la pandemia, consente di accelerare il progetto di neutralità carbonica. Inoltre, l’area retail Gas & Power garantirà presto la possibilità di vendere energia verde ai clienti grazie ad una presenza capillare sul mercato.

Infine, è doveroso sottolineare come nel corso dell’annualità maggiormente colpita dalla crisi pandemica, entrambi i business group siano stati ugualmente in grado di raggiungere gli obiettivi prefissati mantenendo un free cash flow positivo con un indebitamento stabile.

---

<sup>8</sup> **REDD+**: Reducing Emissions from Deforestation and Forest Degradation

<sup>9</sup> **CCUS**: Carbon Capture and Storage (CCS) e Carbon Captor and Utilization

## 2.2.2 LA STRATEGIA DEL PIANO 2021-2024

Eni intende migliorare e accelerare la trasformazione della società inserendo nuovi e importanti obiettivi intermedi verso il 2050, anno in cui stima di azzerare le emissioni di scopo 1, 2 e 3. L'impresa intende diventare leader nella produzione di energia pulita e offrire ai clienti una serie completa di prodotti decarbonizzati. Inoltre, la società non dimentica lo scopo principale della redazione del piano, ovvero la massimizzazione del valore per tutti gli stakeholder. Il documento strategico è fondato su tre principali pilastri: decarbonizzazione, diversificazione e ampliamento delle attività di business e aumento della resilienza e della flessibilità.

Il percorso verso la neutralità carbonica al 2050, che ha subito un'importante accelerazione rispetto al business plan precedente, è contraddistinto da obiettivi intermedi rappresentati nella "Net zero Carbon Intensity" che constano in una riduzione del 15% al 2030 e del 40% al 2040.

L'ambizioso obiettivo potrà essere raggiunto grazie a tecnologie esistenti e già in fase di utilizzo all'interno del business aziendale. Nel dettaglio, Eni stima di raddoppiare la capacità produttiva delle bio-raffinerie entro il 2024 e di aumentare ulteriormente di cinque volte la produzione entro il 2050, nonché di aumentare la capacità installata relativa alle energie rinnovabili, in sinergia con quanto richiesto dai clienti, e investire sensibilmente sulle progettualità REDD+ e CCUS. L'utilizzo di biogas e materie prime di seconda generazione e il riciclo di prodotti finali costituiranno un'importante acceleratore per l'economia circolare.

La produzione sarà divisa equamente fra petrolio e gas fino al 2030, quando vedrà un aumento della quota di quest'ultimo al 55% che si attesterà al 90% nel 2040. Tale aumento, reso possibile grazie alle forti attività di esplorazione e alla lunghezza del ciclo di vita del gas rispetto a quello del petrolio, costituirà un grande sostegno alle fonti intermittenti nella transizione energetica.

Inoltre, il piano prevede l'attuazione di processi finalizzati ad integrare, diversificare ed espandere i business Retail e Rinnovabili, in particolare quelli relativi ai prodotti bio e all'economia circolare. Eni ha valutato che la fusione dei business Retail e Rinnovabili possa generare un aumento della base retail e della capacità installata da fonti rinnovabili, nonché un EBIT quasi doppio rispetto all'attuale e pari a circa 1 miliardo di euro nel 2024.

Infine, completa le direttrici di sviluppo del piano, l'aumento della resilienza e della flessibilità. Ciò consente di incrementare la solidità finanziaria al fine di minimizzare l'impatto della volatilità dei prezzi, elemento rilevante nel corso di un periodo caratterizzato da importanti fluttuazioni del mercato. Tale obiettivo sarà perseguito concentrando le operazioni in merito alla crescita selettiva, all'aumento dell'efficienza e al continuo bilanciamento del portafoglio al fine di assicurare valore e rendimenti elevati in tutte le attività in cui opera l'azienda.

L'elemento cardine di questa strategia operativa è la riduzione della cosiddetta cash neutrality del gruppo che è perseguita imponendo una strategia che risulti in grado di ripagare gli investimenti con la sola cassa generata dalle operazioni senza ricorso all'indebitamento. Eni pone l'ambizioso obiettivo di ripagare gli investimenti con un prezzo del petrolio non superiore a 40 dollari al barile. Le stime dell'azienda indicano che l'attuazione delle politiche elencate risulti efficace al fine di ottenere risultati positivi anche circa la politica distributiva agendo sul prezzo base del Brent per la remunerazione e mantenendo quantomeno costante il buyback.

I pilastri attraverso i quali si articola il piano possono essere realizzati grazie a due solide basi costruite dalla società costituite dalla riduzione al minimo dell'impatto ambientale, ottenuto grazie all'impegno circa la tematica afferente alla riduzione della disuguaglianza sociale e cercando un forte modello di governance finalizzato al raggiungimento degli obiettivi SDG delle Nazioni Unite, e dal continuo investimento in tecnologia e digitalizzazione al fine di ridurre i rischi in essere e accelerare la trasformazione. L'applicazione di tecnologie all'avanguardia costituisce un fattore distintivo per l'impresa, mentre la digitalizzazione riveste il ruolo di vantaggio competitivo nel corso di tutta la catena di produzione. Queste costituiscono un elemento cardine per il settore ricerca e sviluppo, attivo con più di 7.500 brevetti e 450 progetti. A queste aree di business saranno dedicati circa 5 miliardi di euro, di cui 1 all'area innovazione e 4 alla transizione energetica per lo sviluppo dei processi di trasformazione.

### **2.2.3 NATURAL RESOURCES**

Natural Resources costituisce uno dei due business group in cui è stato articolato il piano strategico quadriennale e presenta due obiettivi principali costituiti dalla riduzione del cash break-even, ovvero del volume di fatturato necessario a coprire i costi sostenuti, e dell'impronta di carbonio.

#### **2.2.3.1 RIDUZIONE DEL CASH BREAK-EVEN**

All'interno del settore upstream, comprendente tutte le attività a monte della filiera produttiva del gas naturale e dell'olio, prima del trasporto e della commercializzazione: acquisizione dei diritti di sfruttamento, esplorazione, sviluppo e produzione, il piano prevede una riduzione dei prezzi necessari per generare un free cash flow positivo dopo il capex. La politica intrapresa nel corso delle ultime annualità ha consentito di rafforzare sensibilmente l'upstream riducendo in modo considerevole il fabbisogno di liquidità e consentendo di cogliere nuove opportunità.

La strategia ipotizzata, per la quale è stato pianificato un investimento medio annuale di 4,5 miliardi di euro, prevede una riduzione della copertura del capex upstream di circa 10 dollari al barile, raggiungendo i 28 rispetto ai 37 attuali, grazie all'efficienza dell'esplorazione e alle sinergie con le strutture già esistenti. Inoltre, è ipotizzata la realizzazione di nuovi progetti a ciclo breve con necessità di capex non elevate, nonché un risparmio generalizzato dei costi strutturali di natura operativa, amministrativa e generale.

Nonostante un piano di azione delineato con grande precisione, è fondamentale che l'azienda mantenga importanti livelli di flessibilità al fine di assorbire l'eventuale volatilità dei prezzi. A tal scopo si stima che le ultime due annualità del piano strategico siano caratterizzate da un capex uncommitted superiore al 55%. Tale ipotesi evidenzia la possibilità che il business upstream resista anche agli scenari più nefasti e imprevedibili.

Elemento cardine della resilienza dell'upstream è rappresentato dalle attività di esplorazione, elemento distintivo della diversificazione del business verso un processo di transizione energetica che pone al centro il ruolo del gas, che costituiscono il punto di partenza della catena del valore grazie a un costo medio per esplorazione inferiore a 2 dollari al barile, e si dimostrano essere la principale fonte del portafoglio a basso break-even che si ipotizza da un lato sempre più costituito da attività afferenti al settore gas e dall'altro fattore di importanti operazioni di cessione. Inoltre, le attività di esplorazione dimostrano importanti caratteristiche di efficienza anche in termini di tempistiche grazie alla selezione di attività attuate nel 90% dei casi con le cosiddette modalità *near field* e *proven basins*. Infine, il piano stima che vengano scoperti circa due miliardi di barili equivalenti di risorse, prevalentemente costituite da gas.

Dal punto di vista finanziario, la crescita del free cash flow si stima essere supportata dalle politiche manageriali di crescita selettiva, mentre si ipotizza un aumento del flusso di cassa operativo del 20% all'anno. Il free cash flow dell'intero arco temporale interessato dal piano ipotizzato nello scenario redatto da Eni è di circa 18 miliardi di euro, mentre si riduce a 14 se non si ipotizzano variazioni mantenendo costante il prezzo del Brent a 50 dollari al barile. La seconda ipotesi, peggiorativa rispetto alla prima, risulta comunque sufficiente al fine di soddisfare per due volte le necessità di distribuzione del piano quadriennale.

Le ipotesi stimano un aumento della capacità di produzione del 4% all'anno rispetto al 2020, in linea con quanto riscontrabile nel corso del 2021. Tali dati, coerenti con quanto stabilito per l'annualità in corso, restituiscono un valore della produzione nell'ordine di 1,7 milioni di barili al giorno che, grazie alla flessibilità presente nei modelli di business, sarà possibile aumentare ulteriormente non appena le condizioni di mercato saranno adeguate.

Il piano poggia sulla realizzazione di 14 progetti principali: Mahani (Emirati Arabi Uniti), Cabaca North (Angola), Fenja (Norvegia), Coral FLNG (Mozambico), Merakes (Indonesia), Area 1 Full Field (Messico), Nené ph. 2B Full Field (Congo), Balder X (Norvegia), Agogo EP ph.2 (Angola), Johan Castberg (Norvegia), Breidablikk (Norvegia), Dalma Gas (Emirati Arabi Uniti), Northern Gas Complex (Angola) e KEP 1A (Kazakistan). Questi saranno in grado di rendere operativo oltre il 70% della produzione, all'interno della quale risulterà riscontrabile un sensibile aumento della quota del gas. In termini di futuro portafoglio produttivo, nel 2024 il 55% delle riserve P1 saranno a gas, rispetto al 50% dell'inizio del piano.

Le attività che costituiscono il portafoglio del settore Global Gas & LNG sono state inserite nel business group Natural Resources al fine di sfruttare la presenza integrata all'interno dell'intera catena del valore del gas. Il settore LNG stima la produzione di oltre 14 milioni di tonnellate di gas liquefatto entro il 2024 con una crescita del 45% rispetto al livello 2020, soprattutto grazie ai nuovi progetti in Indonesia, Nigeria, Angola ed Egitto che si affiancano a quelli già esistenti in Norvegia e negli Emirati Arabi Uniti. La crescita del settore sarà guidata dalla produzione di equity che al 2024 ne rappresenterà oltre il 70% del portafoglio. La commercializzazione avverrà principalmente nei mercati del Medio ed Estremo Oriente, ma, al fine di massimizzare il valore in termini generali, non verrà escluso il mercato europeo. Il documento stima che Global Gas & LNG contribuisca al free cash flow del piano con circa 800 milioni di euro.

### **2.2.3.2 RIDUZIONE DELL'IMPRONTA CARBONICA**

Il secondo obiettivo del business group Natural Resources, costituito dalla minimizzazione dell'impronta di carbonio, è perseguito mediante l'attuazione dei progetti REDD+ e CCUS.

I progetti REDD+, fondamentali per tutelare foreste primarie e secondarie in Africa (Angola, Repubblica Democratica del Congo, Ghana, Malawi, Mozambico e Zambia), Asia meridionale (Vietnam e Malesia) e America latina (Colombia e Messico), consentono di compensare più di 6 milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub> all'anno entro il 2024, oltre 20 entro il 2030 e più di 40 nel 2050.

I progetti CCUS, elaborati in sinergia con l'upstream, hanno l'obiettivo di creare poli di stoccaggio per la decarbonizzazione delle attività, quali centrali elettriche, raffinerie e impianti di società terze. Grazie allo sviluppo del portafoglio di progetti CCUS, entro il 2030 Eni prevede di raggiungere una quota annuale di stoccaggio totale di CO<sub>2</sub> pari a circa 7 milioni di tonnellate. Questi progetti sono concentrati in Italia, Norvegia, Regno Unito, Emirati Arabi Uniti e Libia.



I costi afferenti a queste iniziative di business sono altamente competitivi in quanto la società risulta essere già in possesso delle principali immobilizzazioni necessarie, quali le piattaforme estrattive, le flow-line e i pozzi. I costi sostenuti sono sostanzialmente interamente correlati alla creazione di collegamenti con le bio-raffinerie. Tali costi non possono essere considerati di natura operativa in quanto, concedendo la possibilità di generazione di ricavi ad altre attività cosiddette hard-to-abate, possono costituire nuovamente importanti fonti di reddito.

Queste attività, che risultano fondamentali per il perseguimento degli scopi di decarbonizzazione, potranno giovare, in analogia con quelle afferenti alle divisioni Refining & Marketing e Retail e Rinnovabili, dei contributi derivanti dal Recovery Fund. Tali fondi non risultano prudenzialmente inseriti nel documento, pertanto potranno costituire un importante acceleratore delle politiche di investimento, soprattutto all'interno del mercato italiano.

## **2.2.4 ENERGY EVOLUTION**

Eni stima che il business group Energy Evolution sia in grado di sostenere autonomamente la propria trasformazione e crescita durante l'arco temporale interessato dal piano strategico. Questo business group sostiene l'evoluzione delle attività di generazione, trasformazione e vendita verso i settori bio, blu e verde e si articola prevalentemente nelle aree Refining & Marketing e retail Gas & Power e Rinnovabili.

### **2.2.4.1 REFINING & MARKETING**

Il settore Refining & Marketing, afferente ai cosiddetti business midstream e downstream, ovvero quelli relativi all'insieme dei processi operativi che comprendono rispettivamente le procedure di trasporto e stoccaggio del petrolio dal sito di estrazione a quello di raffinazione e di trasformazione del greggio allo scopo di ottenere i prodotti derivati destinati al commercio e la loro distribuzione, comprende le attività di raffinazione tradizionale e bio-raffinazione. Quest'ultima risulta essere in forte crescita, tanto che nel 2020 i volumi di bio-feedstock processati dall'azienda sono più che raddoppiati rispetto al 2019.

All'interno di un contesto economico in grado di mantenere uno scenario costante, il settore potrà raddoppiare il valore dell'EBIT adjusted nel corso del quadriennio portando l'attuale valore di circa 600 milioni di euro al target di 1,4 miliardi di euro, di cui 750 milioni saranno

relativi al settore bio-raffinerie e marketing, mentre 650 verranno generati dall'area oil refining, con l'inclusione a pieno regime delle attività di raffinazione ADNOC<sup>10</sup>.

Per il settore si stimano risultati significativamente migliori per tutte le linee di business, bio-raffinerie, marketing e impianti tradizionali. Quest'area di business sarà caratterizzata da una forte crescita i cui elementi trainanti si stimano essere l'aumento della capacità di bio-raffinazione, di cui si ipotizza un valore due volte superiore entro il 2024, la graduale ripresa della domanda dopo la crisi generata dall'avvento della pandemia, la concentrazione delle attività in segmenti a elevato margine nell'area Marketing e il contributo a pieno regime delle attività di raffinazione in sinergia con la società Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC).

Il settore Refining & Marketing pone l'accento anche sull'importante ruolo ricoperto dalle bio-raffinerie la cui capacità aumenterà da 1,1 a 2 milioni di tonnellate all'anno entro il 2024 e nelle quali si stima la cessazione dell'utilizzo dell'olio di palma entro il 2023, con un apporto crescente di materie prime di seconda generazione provenienti da rifiuti e scarti che nel 2040 copriranno circa l'80% del totale rispetto al 20% attuale. Ciò sarà possibile grazie a un forte marketing che risulterà in grado di garantire un'enorme disponibilità di prodotto quantificata in circa 35 milioni di tonnellate all'anno. Un grande apporto di materia prima di seconda generazione arriverà dal settore agricolo, attualmente in fase di studio in Turchia e a Gela (Italia) e che costituirà una sorta di serbatoio per l'upstream. In Italia e in Nord Africa verranno promosse tali attività anche se l'azienda non intende competere con l'agricoltura tradizionale. Questi processi consentiranno di ridurre sensibilmente i costi, soprattutto dopo la prima generazione e saranno in grado di garantire l'apporto di materia prima nel settore dei bio-carburanti in cui si stima l'insorgere di forti fenomeni concorrenziali. Altri elementi fondamentali per l'alta redditività nel settore delle bio-raffinerie, dimostrata da un tasso di rendimento interno del settore che si attesta attorno al 15%, sono le esperienze maturate dalla società nella riconversione delle raffinerie in bio-raffinerie e la creazione di investimenti di tipo brown-field finalizzati all'integrazione verticale dei processi lungo l'intera catena, utili al conseguente fenomeno di riduzione del capex. Inoltre, la forte integrazione lungo l'intera catena produttiva consente di mettere in sicurezza la disponibilità di materie prime. Le principali bio-raffinerie attualmente attive sono quella di Porto Marghera a Venezia, di cui si stima un aumento della produttività fino a 560 kt all'anno, e quella di Gela che si ipotizza possa produrre fino a 750 kt all'anno. A queste verrà affiancata una nuova bio-raffineria con una capacità produttiva non inferiore a 500 kt all'anno il cui progetto è ancora in fase di elaborazione in

---

<sup>10</sup> **Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC)**: azienda partecipata di ADNOC Refining di cui Eni ha acquisito il 20% delle quote in data 31 luglio 2019 per un totale di 3,24 miliardi di dollari

Italia o all'estero. Oltre a questi progetti, è in fase di studio la possibile elaborazione di una nuova realtà, realizzabile anche simultaneamente, negli Stati Uniti.

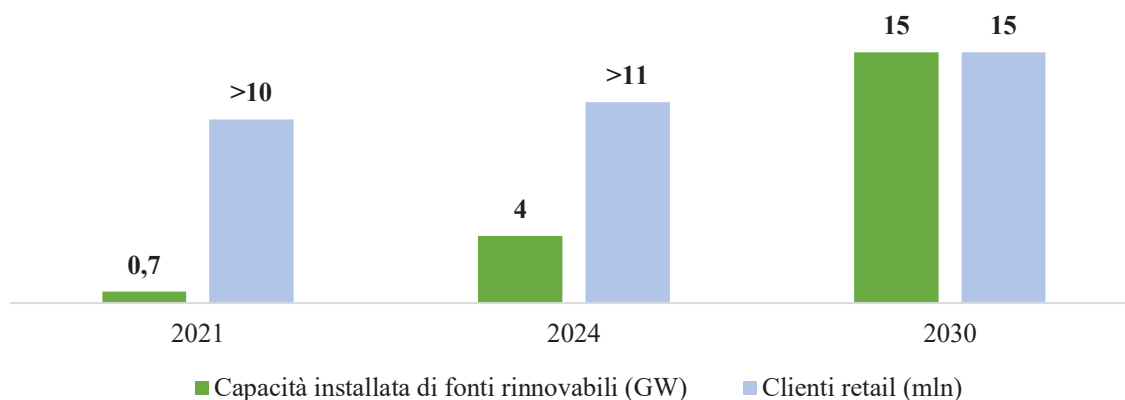
L'utilizzo efficiente delle bio-raffinerie è fondamentale anche per la generazione di materia prima direttamente utilizzata all'interno di altri settori dell'impresa stessa, quale quello chimico interamente guidato dalla Direzione Energy Evolution. Tale settore è dominato da Versalis che risulta essere la più grande società chimica italiana, presente a livello internazionale nei settori delle materie plastiche e delle gomme.

Eni promuove anche un'importante diversificazione dei prodotti. Attualmente la produzione è concentrata circa gli oli vegetali idrogenati (HVO) utilizzati nella miscela diesel, mentre in futuro si ipotizza che l'azienda possa focalizzare l'operatività su prodotti composti da HVO puri al 100% utili prevalentemente per la produzione di bio-jet. Tale mutazione nelle logiche di produzione e utilizzo dei carburanti consentirebbe di accelerare il processo di decarbonizzazione fino a cinque volte rispetto a quanto previsto dalle direttive europee.

#### 2.2.4.2 RETAIL E RINNOVABILI

La fusione fra il segmento retail Gas&Power e l'area delle energie rinnovabili, finalizzata al consolidamento dei processi di integrazione e alla massimizzazione del valore lungo la catena dell'energia verde, riveste un ruolo fondamentale all'interno di Energy Evolution.

Il mercato delle energie rinnovabili risulta caratterizzato da una forte concorrenza, pertanto la fusione con la divisione retail garantisce la possibilità di agire in un mercato altamente competitivo. Questo processo di trasformazione utilizzerà attivamente la già ampia base di clienti dell'area retail che si stima in crescita da 11 a 15 milioni nel 2024. Inoltre, è stimato che tale mutazione possa generare un aumento della fornitura di energia da fonti rinnovabili da 4GW a 15GW nel 2030.



**Tabella 2.3:** Capacità installata di fonti rinnovabili e numero clienti retail

Al fine di raggiungere la capacità stimata entro il 2030, si renderà necessario adottare un sistema di fusioni e acquisizioni che dovrà essere gestito utilizzando le competenze aziendali in tale settore al fine di ottenere risultati economici quanto più soddisfacenti possibile. Inoltre, è necessario considerare nuove opportunità all'interno di attività già in essere, soprattutto grazie a possibili situazioni fiscali favorevoli e all'utilizzo di sinergie in paesi in cui l'azienda si trova già ad operare. Durante il 2020 si era palesata la possibilità di dismettere alcuni asset presenti in Australia, la cui vendita è stata però interrotta a causa di condizioni ritenute non favorevoli. La notizia ha galvanizzato il titolo in borsa con la prospettiva di una maggiore valorizzazione degli asset del gas in Australia in mutate condizioni di mercato.

La quantificazione prevista dei clienti retail, dimostrata dalla crescita riscontrata nel solo 2020 in cui il numero è organicamente aumentato di 200.000 unità, e l'aumento della capacità installata di energia da fonti rinnovabili, renderebbero Eni il principale distributore di energia verde del mercato europeo. L'azienda è già leader in questo settore in molti paesi dell'area OCSE, mentre ricopre un ruolo di attore principale, anche se non ancora protagonista, in altre aree geografiche quali il Nord Africa, l'Australia e il Medio Oriente.

Il gran numero di clienti retail già presenti nel portafoglio non induce l'insorgere di perplessità circa la futura richiesta di prodotto, inoltre la stessa Eni è propria cliente in quanto risulta essere il primo produttore e consumatore di l'idrogeno blu. Infine, l'azienda prevede un cospicuo aumento della domanda di bio-carburanti HVO e del combustibile bio-jet correlato all'innalzamento dei target mondiali di decarbonizzazione.

Al fine di creare un sistema di personalizzazione dei servizi per i clienti, l'azienda ha elaborato un database dei servizi per i clienti, sia quelli afferenti all'area Gas e Luce, sia quelli connessi ai settori marketing e petrolio. Inoltre, la società sta predisponendo una sinergia interna finalizzata all'elaborazione di servizi trasversali attraverso applicazioni digitali utili alla creazione di nuove tipologie di servizi per qualsivoglia tipo di attività.

L'investimento necessario per l'attuazione di questa parte della strategia è quantificabile in circa 1 miliardo di euro all'anno, per un totale di 4 miliardi di euro, principalmente correlato al finanziamento dei processi afferenti alle energie rinnovabili. I business retail Gas&Power e rinnovabili incrementeranno l'EBITDA adjusted dai circa 600 milioni di euro riscontrabili nell'esercizio 2021 a circa 1 miliardo di euro nel 2024. Nel settore retail l'EBITDA salirà a 700 milioni di euro entro la fine del piano, anche grazie a un aumento della quota di servizi quali la vendita di impianti fotovoltaici e soluzioni per l'efficienza energetica, che rappresentano il 20%

circa dell'EBITDA adjusted. Le energie rinnovabili, in fase di break-even nel corso del 2021, raggiungeranno un EBITDA adjusted di 300 milioni di euro nel 2024.

Attualmente gli investimenti nel settore Retail e Rinnovabili espongono Eni sul mercato per una percentuale attorno al 20%, mentre le restanti quote di finanziamento derivano principalmente da attività di Power Purchase Agreement (PPA) o Contract For Differencee (CFD). A lungo termine l'azienda stima di ridurre l'esposizione al mercato di cinque punti percentuali per attestarsi attorno al 15%. Inoltre, la fusione dei due business consentirà di coprire i potenziali rischi di mercato correlati alle fluttuazioni dei prezzi dell'energia.

## **2.2.5 STRATEGIA FINANZIARIA**

Enunciata la strategia generale del piano e declinate le particolarità dei due principali business group, Natural Resources ed Energy Evolution, il piano presenta la strategia finanziaria.

### **2.2.5.1 LE DINAMICHE FINANZIARIE**

La strategia finanziaria è finalizzata a rafforzare lo stato patrimoniale e a ridurre quanto più possibile la leva. A tal fine Eni ipotizza cinque principali azioni costituite dalla creazione di un piano di investimenti flessibile e basato sulla cosiddetta crescita selettiva, dalla gestione attiva e dinamica del portafoglio comprensiva di operazioni di acquisizione e cessione finalizzate alla trasformazione positiva dello stesso, da nuove combinazioni di business finalizzate alla concentrazione e alla massimizzazione della crescita, da nuovi strumenti finanziari collegati alla realizzazione della strategia con una forte connessione della distribuzione ai KPI aziendali e da una politica di remunerazione progressiva e competitiva.

Nel corso del piano quadriennale si intende perseguire la trasformazione del modello industriale con l'aumento di investimenti nei nuovi settori di business per mezzo dell'attuazione di progetti circolari, la riduzione al minimo dei rifiuti di scarto, la ristrutturazione dei siti maturi e l'aumento della capacità delle bio-raffinerie. Il piano strategico prevede che il capitale impiegato in queste attività raggiunga il 10% del totale, raddoppiando il livello attuale. La focalizzazione in merito ad iniziative a breve termine permetterà all'azienda di mantenere un elevato livello di flessibilità, limitando il capitale improduttivo, che risulterà essere principalmente legato a progetti complessi e a lungo termine, al 20% degli investimenti totali.

La gestione finanziaria può essere riassunta in un'attenzione fortemente indirizzata verso i progetti ad alta sostenibilità ambientale, con una cospicua componente retail e cicli di vita relativamente corti.

Il tasso di rendimento interno (IRR) dei progetti upstream in esecuzione ammonta secondo lo scenario Eni al 18% e, anche in caso di una diminuzione del prezzo del petrolio del 20%, si attesterà al 16%, mentre in caso contrario, ovvero di un aumento dello stesso del 20%, raggiungerà il 20%. I progetti afferenti alle energie rinnovabili prevedono un IRR al netto della leva compreso tra il 6 e il 9% che potrebbe raggiungere un livello a doppia cifra attraverso operazioni di finanziamento. Come già riscontrato nel corso della descrizione del business group Energy Evolution, secondo lo scenario Eni il tasso interno di rendimento delle attività relative alle bio-raffinerie si attesta attorno al 15%, in linea con quanto previsto per l'upstream.

La gestione attiva e dinamica del portafoglio consentirà di valorizzare al massimo gli asset presenti e di dismettere i business oramai divenuti non strategici. Il piano di dismissioni, prevalentemente relativo ad asset maturi o di tipo logistico, raggiungerà un valore complessivo lordo superiore a 2 miliardi di euro. La maggior parte dei ricavi generati dalle vendite in oggetto risulterà essere reinvestita in acquisizioni utili alla ridefinizione il portafoglio. Al fine di conseguire una nuova struttura organica del portafoglio attraverso un'ottica attiva e dinamica, Eni intende replicare le modalità di business attuata all'interno di Vår Energi<sup>11</sup>.

La strategia finanziaria, finalizzata all'ottenimento della una cash neutrality al di sotto dei 40 dollari al barile, stima un cash flow operativo lordo pari a circa 8 miliardi di euro nel 2021 a cui seguirà un incremento di ulteriori 5 miliardi entro il 2024 che garantirà la solidità del piano e un free cash flow cumulato di 12 miliardi di euro nel caso in cui il prezzo del Brent si attestasse a 50 dollari al barile e di 17 miliardi di euro se si verificasse lo scenario prospettato da Eni con un prezzo del Brent a 50 dollari al barile, un punto virtuale di scambio (PSV) di 147 €/kcm e un cambio euro/dollaro pari a 1,19.

Il capex medio annuale si attesterà attorno ai 7 miliardi di euro, dei quali oltre il 20% sarà destinato a progetti green e retail Gas & Power. Fra questi risultano maggiormente rilevanti quelli finalizzati all'aumento della capacità delle rinnovabili e alla contestuale crescita della base clienti, allo sviluppo di progetti di economia circolare e all'aumento della capacità delle bio-raffinerie.

---

<sup>11</sup> **Var Energi**: società indipendente leader nel settore dell'esplorazione e produzione di idrocarburi in Norvegia nata il 12 dicembre 2018 dalla fusione tra Point Resources AS e Eni Norge AS, consociata di Eni SPA.

Il flusso di cassa operativo è stimato complessivamente pari a 44 miliardi di euro nel caso in cui si verificasse lo scenario preventivato da Eni, oppure a 39 miliardi di euro se il prezzo del Brent rimanesse costante a 50 dollari al barile.

Eni ipotizza l'emissione di strumenti finanziari, nel dettaglio obbligazioni o bond ibridi in analogia con quanto fatto con grande successo nel corso del 2020 quando l'azienda ha emesso 5 miliardi di euro di strumenti finanziari sostenibili, in particolare prestiti e linee di credito committed. L'obiettivo entro il 2024 è l'emissione delle prime obbligazioni legate alla sostenibilità. La leva finanziaria, attualmente pari a circa il 30%, è ipotizzata in calo fino a raggiungere un valore del 20% nello scenario previsto dalla società, mentre la diminuzione potrebbe limitarsi al 22% nel caso in cui il Brent si attestasse ad un prezzo di 50 dollari al barile.

Infine, è necessario porre l'attenzione su un importante sul valore del ROCE che nel 2019, in uno scenario in cui l'azienda investiva 8 miliardi di euro, di cui la quasi totalità, circa 7 miliardi, nel business upstream, si attestava ad un valore del 5,3%, mentre alla fine del piano si prevede un investimento di circa 7 miliardi di euro totali, dei quali meno di 5 saranno impiegati nel suddetto settore. L'azienda stima che tale politica di investimento possa generare un ROCE quasi doppio rispetto a quello rilevabile nell'ultima annualità precedente allo shock pandemico (9/10%). La società ritiene che il miglioramento dell'indice possa risultare possibile grazie ad investimenti caratterizzati da un breve ciclo e una bassa intensità di capitale finalizzati alla massimizzazione del rendimento dell'upstream.

#### **2.2.5.2 LA POLITICA DI REMUNERAZIONE**

La precedente politica di remunerazione, approvata a luglio 2020 dal Consiglio di Amministrazione, prevedeva un dividendo composto da una base distributiva di 0,36 euro per azione con un livello di prezzo annuale del Brent di almeno 45 dollari al barile e una componente variabile crescente con un prezzo del Brent compreso tra i 45 e i 60 dollari al barile. Inoltre, la strategia stabiliva un piano di buyback di 400 milioni di euro, con un prezzo del Brent superiore a 61 dollari al barile e di 800 milioni di euro con un prezzo del Brent superiore ai 65 dollari al barile.

La nuova politica di remunerazione, approvata dal Consiglio di Amministrazione a luglio 2021 in occasione della presentazione dei risultati finanziari del primo semestre, prevede una base del dividendo di 0,36 euro per azione con un prezzo del Brent di 43 dollari al barile, inferiore di 2 dollari rispetto al precedente. La strategia prevede un possibile successivo incremento con una percentuale crescente tra il 30 e il 45% del free cash flow incrementale generato da uno

scenario compreso tra i 43 e i 65 dollari al barile. Complessivamente, il dividendo cresce di circa l'8% rispetto alla precedente strategia distributiva. In analogia con quanto storicamente fatto da Eni, il dividendo verrà suddiviso in due tranches di pagamento di pari importo a settembre e maggio. Inoltre, la nuova politica stabilisce un programma di buyback di 300 milioni di euro all'anno con un prezzo del Brent pari a 56 dollari al barile, un livello inferiore rispetto alla soglia di attivazione precedente. Il buyback salirà a 400 milioni di euro all'anno a partire da 61 dollari al barile e a 800 milioni di euro all'anno a partire da 66 dollari al barile, come già previsto. La nuova politica distributiva ha generato un dividendo per l'esercizio 2021 pari a 0,86 euro per azione, più del doppio del dividendo 2020 ritornando ad attestarsi ai livelli presenti nelle annualità precedenti alla pandemia. Il 50% del dividendo è stato pagato come acconto il 22 settembre 2021 e il restante 50% sarà saldato a maggio 2022. Ad agosto 2021 è iniziato il programma di buyback da 400 milioni di euro da realizzarsi entro i successivi 6 mesi.



**Tabella 2.4:** *Politica di remunerazione di Eni SPA*  
*Fonte: Piano strategico 2021-2024 – Eni SPA*



## **CAPITOLO 3: TERNA SPA**

### **3.1 L'AZIENDA: STORIA, GOVERNANCE, MODELLO DI BUSINESS E PERFORMANCE**

#### **3.1.1 LA STORIA**

Terna SPA è una società italiana operante nel settore delle reti di trasmissione dell'energia elettrica quotata nell'indice FTSE MIB della Borsa Italiana. La società, grazie ai 74.723 chilometri di linee elettriche in alta tensione gestiti per mezzo della controllata Terna Rete Italia SPA, risulta essere il primo operatore di rete indipendente d'Europa e tra i principali al mondo per chilometri di linee gestiti.

La legge n. 1.943 del 1962 sancì la nazionalizzazione del settore dell'energia, affidando ad Enel tutte le fasi della filiera elettrica fino ad allora gestite da aziende private: produzione, trasmissione e distribuzione. Il monopolio favorì il processo di elettrificazione del paese, ma il vero impulso ai cambiamenti che hanno portato all'attuale contesto operativo è stato fornito dal processo di liberalizzazione promosso dall'Unione Europea e mirato a rendere indipendente la gestione della rete. Il Decreto Legislativo n. 79 del 1999, altresì noto come Decreto Bersani, ha imposto la liberalizzazione del settore elettrico e la conseguente costituzione di due nuove società. La prima, Terna, ha rivestito il ruolo di proprietaria della rete di trasmissione nazionale, mentre la seconda, Gestore della Rete di Trasmissione Nazionale (GRTN), ha svolto la propria attività occupandosi della gestione della rete. In questo contesto, il 31 maggio 1999, è nata Terna - Trasmissione Elettrica Rete Nazionale, inizialmente inserita nel gruppo Enel.

Quest'ultimo ha ceduto il pacchetto di controllo di Terna per mezzo di una IPO in data 23 giugno 2004, riducendo ulteriormente la propria partecipazione in data 15 aprile 2005 e cedendo totalmente il controllo il 15 settembre del medesimo anno. La partecipazione residua di Enel, pari oramai al solo 6,15%, si è poi ulteriormente ridimensionata nel dicembre 2005 conseguentemente alla maturazione del cosiddetto bonus share.

Ottemperando a quanto definito dal DPCM del 11 maggio 2004, in data 1° novembre 2005 Terna ha acquistato il ramo di azienda del Gestore della Rete di Trasmissione Nazionale (GRTN), assumendo così il nome di Gestore dei Servizi Energetici (GSE).

L'espansione di Terna è proseguita nel corso del 2009 con l'acquisizione da Enel di 18.600 chilometri di linee in alta tensione. Nel medesimo anno l'azienda ha venduto il 66% del capitale della controllata brasiliana Terna Participações a Cemig ed ha acquistato il 100% di Enel Linee

Alta Tensione SRL da Enel Distribuzione SPA, al tempo proprietaria di 18.583 chilometri di rete elettrica in alta tensione.

Gli anni dieci del ventunesimo secolo sono caratterizzati dall'entrata nel Progetto Desertec finalizzato alla produzione e alla trasmissione di energia rinnovabile nelle aree del Medio Oriente e del Nord Africa, dallo sviluppo di infrastrutture di eccellenza internazionale, dalla presentazione del Piano di Sviluppo della Rete Elettrica di Trasmissione Nazionale, che prevedeva per il decennio 2012-2021 investimenti per oltre 7 miliardi di euro volti alla realizzazione di importanti benefici in termini di efficienza per il sistema elettrico, nonché da un profondo cambiamento all'interno del vertice direttivo. Inoltre, Terna ha acquisito la rete in alta tensione del Gruppo Ferrovie dello Stato ed ha implementato i propri business investendo sui cosiddetti elettrodotti strategici. Infine, ad agosto 2018 si realizza la scissione parziale di Terna Plus SRL a favore di una beneficiaria di nuova costituzione, Terna Energy Solutions SRL. Le attività di quest'ultima si concentrano sulle soluzioni per il mercato dell'energia, mentre Terna Plus SRL rappresenta il riferimento per le azioni di sviluppo e realizzazione di impianti nel mondo, in particolare in Sud America.

A partire da febbraio 2020 Terna, per mezzo della controllata Terna Energy Solutions SRL, ha perfezionato l'operazione di acquisizione del 90% di uno dei principali operatori europei nel settore dei cavi terrestri, Brugg Kabel AG (Gruppo Brugg). Nel maggio 2020 viene rinnovato il Consiglio di Amministrazione con la nomina di Valentina Bosetti alla carica di Presidente e di Stefano Antonio Donnarumma a quella di Amministratore Delegato e Direttore Generale.

I successivi processi di trasformazione e ridefinizione hanno portato l'azienda a possedere una rete infrastrutturale di dimensioni inaudite, fra cui spiccano i 74.723 chilometri di linee, le 889 stazioni di trasformazione e smistamento, il centro Nazionale di Controllo (CNC), i 3 centri di teleconduzione, le 26 linee di interconnessione con l'estero e il progetto SAPEI, ovvero il cavo sottomarino più profondo al mondo sito a 1.600 metri di profondità, lungo ben 435 chilometri fra Lazio e Sardegna, con una potenza di 1000 MW, la cui posa è stata possibile solo grazie all'utilizzo della nave Giulio Verne, la posacavi più grande del mondo. Il progetto è costato complessivamente circa 750 milioni di euro.

### 3.1.2 LA GOVERNANCE

La mission aziendale descrive Terna quale un grande operatore delle reti per il trasporto dell'energia responsabile della trasmissione dell'elettricità in Italia e garante della sicurezza, della qualità e dell'economicità della stessa nel corso del tempo. Inoltre l'azienda ha il compito di assicurare parità di condizioni di accesso a tutti gli utenti e sviluppare attività di mercato e nuove opportunità di business grazie all'esperienza e alle competenze tecniche acquisite nella gestione di sistemi complessi. Infine la società si impegna a creare valore per gli azionisti con un forte impegno per l'eccellenza professionale e un comportamento responsabile verso la comunità, nel rispetto dell'ambiente in cui opera.

Alla data di conclusione dell'esercizio finanziario 2020, il capitale sociale di Terna è detenuto per il 51,8% da azionisti italiani e per il restante 48,2% da investitori istituzionali esteri, prevalentemente negli Stati Uniti e in Europa. Il principale azionista è CDP Reti SPA, società per azioni controllata da Cassa Depositi e Prestiti SPA (CDP).

La struttura di corporate governance della società fonda le proprie radici su principi fondamentali utili ad affrontare le sfide future e afferenti alla promozione della collaborazione, all'ascolto e all'applicazione della cultura della responsabilità. Terna intende gestire le proprie attività porgendo grande attenzione alle possibili conseguenze economiche, sociali e ambientali delle stesse e a tal fine ha identificato nell'adozione di un approccio sostenibile il principale strumento utile ad instaurare un rapporto di reciproca fiducia con i propri stakeholder.

L'azienda esplicita gli indirizzi fondamentali della propria politica di sostenibilità all'interno del Codice Etico, ispirato ai cosiddetti Sustainable Development Goals (SDGs), in cui richiama i principi cardine dell'attività, richiedendo di fornire annualmente riscontro, attraverso il Rapporto di Sostenibilità, circa l'attuazione dei maggiori impegni assunti. Al fine di ridurre l'impatto ambientale, l'azienda adotta sin dal 2002 un processo volontario di coinvolgimento preventivo delle istituzioni locali direttamente interessate dagli investimenti previsti dai propri piani di sviluppo. Inoltre, a partire dal 2015, è attivo il progetto "Terna incontra" che costituisce un ulteriore strumento di connessione con le comunità locali in cui è possibile comunicare con i cittadini direttamente coinvolti da una nuova opera di qualsivoglia tipologia.

La struttura amministrativa di Terna risulta essere composta, in conformità a quanto previsto dalla legislazione italiana, da un modello di amministrazione di tipo tradizionale caratterizzato dalla presenza dei seguenti organi: Assemblea dei soci, Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale e Società di revisione.

Il Consiglio, il cui attuale mandato è iniziato il 18 maggio 2020 e si esaurirà con la presentazione della relazione finanziaria relativa all'esercizio 2022, è incaricato di provvedere alla gestione aziendale e a tal fine è investito dei più ampi poteri utili al raggiungimento dell'oggetto sociale. Questo risponde ai requisiti richiesti dalla normativa e guida la società perseguendo il successo sostenibile, definendo le strategie, individuando il sistema di governance, verificando la sussistenza dei controlli necessari per monitorare l'andamento e promuovendo il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti. In tale contesto ha riservato a sé una serie di decisioni necessarie per il perseguimento dell'oggetto sociale, quali ad esempio l'analisi e l'approvazione dei piani strategici, il relativo monitoraggio e la valutazione circa il generale andamento della gestione, con particolare riguardo alle situazioni di conflitto di interessi. In tale contesto, il Consiglio, parimenti al Collegio Sindacale, riceve una costante ed esauriente informativa redatta trimestralmente dall'Amministratore Delegato circa l'attività svolta.

Un fondamentale supporto all'attività del Consiglio è assicurato dalla figura del Segretario. Questo svolge la propria funzione fungendo da garante della corretta gestione dei flussi informativi, nonché assistendo il presidente delle riunioni consiliari e fornendo assistenza all'organo amministrativo in merito ad ogni aspetto rilevante. Parallelamente al ruolo di Segretario del Consiglio di Amministrazione è presente la figura del Segretario dei comitati endoconsiliari. Al fine di favorire la condivisione del processo istruttorio e deliberativo, nonché di agevolare la verbalizzazione, entrambi partecipano alle riunioni dell'organo e dei comitati.

I comitati, creati con funzioni propositive e consultive e composti da almeno tre amministratori, sono il Comitato per le Nomine, il Comitato Controllo e Rischi, Corporate Governance e Sostenibilità, il Comitato per la Remunerazione e il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate. I criteri per la composizione, i compiti e le responsabilità degli stessi sono stati individuati coerentemente con il Codice di Autodisciplina, mentre le modalità di svolgimento delle riunioni sono disciplinate in appositi Regolamenti adottati dal Consiglio e aggiornati con riferimento alle modificazioni del Codice di Autodisciplina. Coerentemente con quanto previsto dal Codice, il Presidente di ciascun comitato informa in merito alle riunioni svolte al primo Consiglio utile. I comitati, nello svolgimento delle proprie funzioni, hanno facoltà di accesso alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei propri compiti. Inoltre, possono avvalersi di consulenti esterni e disporre di risorse finanziarie adeguate.

Il Comitato per le Nomine, ha il compito di formulare pareri al Consiglio in merito alla dimensione e alla composizione dello stesso e alle figure professionali di cui ritenga opportuna la presenza, nonché agli orientamenti da assumere riguardo al numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco in altre società quotate e ad eventuali problematiche connesse

all'applicazione del divieto di concorrenza. Inoltre, supporta il Consiglio durante il processo annuale di autovalutazione (Board Review).

Il Comitato Controllo e Rischi, Corporate Governance e Sostenibilità, ha visto ampliare progressivamente le proprie competenze attualmente afferenti a valutazioni e decisioni relative al sistema di controllo interno, a specifici aspetti inerenti all'identificazione dei principali rischi aziendali, all'approvazione delle relazioni finanziarie, ai rapporti con il revisore esterno e alla sostenibilità. In relazione agli argomenti trattati, il Presidente è solito invitare il Responsabile Internal Audit, il Dirigente Preposto e i rappresentanti della società di revisione.

Nel corso del 2020, il Presidente ha fornito al Consiglio informazioni rilevanti nell'ambito del Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi (SCIGR), ovvero l'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative che consentono una gestione aziendale corretta e coerente con gli obiettivi prefissati. Il SCIGR si basa sui seguenti elementi, il cui funzionamento coordinato ne determina l'efficacia complessiva: ambiente di controllo, gestione dei rischi, attività di controllo, monitoraggio, informazione e comunicazione. Terna si è dotata di un Comitato Territorio & Autorizzazioni che si riunisce periodicamente per l'analisi delle criticità al fine di monitorarne la sussistenza e lo sviluppo. Inoltre, la società ha adottato un modello di "Information Security Governance", basato su un quadro normativo di policy e procedure unito a un programma operativo di Information Risk Management (IRM) coordinato dal Chief Information Security Officer (CISO). La gestione dei rischi è sottoposta ad attività di reportistica elaborata per mezzo dello strumento Enterprise Governance, Risk e Compliance (eGRC) che consente di gestire in modo strutturato il processo di gestione dei rischi operativi. Inoltre, a partire dal 2016, sono stati istituiti canali di segnalazione, tra cui il portale web Whistleblowing, per mezzo del quale chiunque può fare la propria segnalazione di irregolarità o di condotte illecite rilevanti ai sensi del Decreto Legislativo n. 231 del 2001. Mediante l'adozione di protocolli di sicurezza relativi all'Information Technology (IT) e di strumenti di crittografia dei contenuti della segnalazione, è possibile effettuare la verifica della veridicità e dell'attendibilità della denuncia. Il Consiglio di Amministrazione del 24 marzo 2021 ha valutato positivamente il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi ritenendolo adeguato a conseguire un profilo di rischio accettabile.

Il Comitato per la Remunerazione, costituito da tre Amministratori totalmente non esecutivi e indipendenti, ha competenze in materia di politica per la remunerazione, di monitoraggio dell'applicazione delle decisioni adottate dal Consiglio e di verifica sull'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance.

Nessun amministratore può prendere parte alle riunioni del Comitato in cui siano formulate le proposte al Consiglio relative alla propria remunerazione, mentre, su invito del Presidente, possono partecipare altri componenti della struttura societaria o altre persone la cui presenza possa risultare di ausilio.

Il Comitato è responsabile, in sinergia con eventuali esperti indipendenti in materia, con la Direzione Risorse Umane e Organizzazione e con il Collegio Sindacale, dell'avviamento dell'iter procedurale afferente alla definizione della politica di remunerazione della società.

La politica di remunerazione, caratterizzata da componenti variabili di breve e lungo termine utili sostenere il perseguimento degli obiettivi inclusi nel piano 2021-2025, è finalizzata ad attrarre, trattenere e motivare le figure professionali richieste per gestire con successo la società. La politica indirizzata al Presidente annovera un compenso fisso congruo al ruolo ricoperto, mentre quella afferente all'Amministratore Delegato e ai dirigenti con responsabilità strategiche contiene una cospicua quota correlata a specifici obiettivi di performance, anche di natura non economica, quali gli indicatori di sostenibilità. Inoltre, la politica prevede che i compensi degli Amministratori non investiti di particolari cariche siano commisurati alla partecipazione ai comitati consiliari, con differenziazione dei compensi del Presidente. La remunerazione annuale degli stessi è composta dalla sola quota fissa, in quanto ritenuta sufficientemente attrattiva, mentre gli stessi hanno diritto al rimborso delle spese sostenute per l'espletamento dell'incarico. La medesima politica è adottata per i componenti del Collegio.

D'altro canto, risulta essere molto diversa la struttura retributiva degli Amministratori investiti di particolari cariche, i quali, oltre a mantenere la componente fissa godono di benefici rappresentanti da remunerazioni variabili di breve e lungo termine, benefit e severance. Al fine della valutazione della componente fissa è stato utilizzato il cosiddetto pay ratio AD e DG<sup>12</sup>, mentre la componente variabile di breve termine (MBO), calcolata quantitativamente attraverso il criterio della media degli score dei singoli obiettivi, consente di valutare il contributo di ciascun beneficiario alle performance aziendali su base annua e di orientare le azioni del management verso obiettivi strategici in linea con le priorità di business. Accanto al sistema di incentivazione di breve termine, al fine di contribuire al raggiungimento degli obiettivi strategici di lungo termine, la società adotta un sistema di incentivazione finalizzato a garantire la correlazione tra gli interessi del management e la creazione di valore per gli azionisti, attraverso l'introduzione nella struttura retributiva dei beneficiari di un incentivo economico

---

<sup>12</sup> **Pay ratio AD e DG:** rapporto tra la remunerazione fissa annua lorda dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale e dell'intera popolazione della società

correlato al raggiungimento di sfidanti obiettivi pluriennali di performance aziendale, direttamente collegati al valore del titolo e da indicatori di natura anche non economica. Tale logica è mirata a premiare le performance di lungo periodo mediante assegnazioni annuali (rolling) coerenti con gli obiettivi strategici e a fidelizzare i beneficiari attraverso il condizionamento dell'incentivo economico previsto al perdurare del rapporto di lavoro. Analogamente a quanto analizzato precedentemente, il risultato complessivo è misurato come media ponderata degli score raggiunti per ciascun obiettivo. La componente variabile dei compensi corrisposti all'Amministratore Delegato e Direttore Generale contempla l'applicazione di clausole di clawback e malus. Attualmente Terna, con riferimento agli Amministratori e al Direttore Generale, non ha in essere patti di non concorrenza che prevedano il riconoscimento di un corrispettivo, tuttavia si riserva di valutare l'opportunità di adottare eventuali clausole specifiche al riguardo. Per l'Amministratore Delegato e Direttore Generale sono previsti un trattamento di fine mandato e un'indennità di fine rapporto in quanto all'interno della società il rapporto di amministrazione ed il rapporto di lavoro dirigenziale sono connessi, per cui alla cessazione dell'uno consegue la cessazione dell'altro. Fatti salvi i casi di licenziamento disciplinare e di dimissioni non per giusta causa, alla risoluzione del rapporto di lavoro connessa alla scadenza del mandato, è prevista come Direttore Generale, l'erogazione di un'indennità pari a 24 mensilità della retribuzione onnicomprensiva oltre ad una somma pari all'indennità di mancato preavviso, mentre come Amministratore Delegato, un trattamento di fine mandato (TFM) in misura pari a 1/12 del compenso determinato complessivamente per la carica ricoperto per ogni anno di mandato. Tali Severance non sono collegate a criteri di performance. Inoltre, nelle medesime condizioni e nel caso in cui la risoluzione del rapporto avvenga prima della scadenza del mandato, l'Amministratore Delegato e Direttore Generale mantiene i diritti assegnati nell'ambito di piani di incentivazione i cui premi vengono attribuiti alla naturale scadenza.

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate è competente circa valutazioni e decisioni relative alle cosiddette operazioni con parti correlate nonché in relazione a eventuali proposte di modifica della procedura adottata. Il principale compito del Comitato è relativo alla redazione della proposta della Procedura Operazioni con Parti Correlate finalizzata a disciplinare l'approvazione e l'esecuzione delle operazioni poste in essere con parti correlate direttamente, ovvero per il tramite di società controllate. Il Comitato si occupa anche della verifica del rispetto di quanto disciplinato e può essere interpellato anche ai fini dell'identificazione della natura dell'operazione in modo tale da poter esprimere la propria opinione circa la corretta trattazione delle singole operazioni con parti correlate.

Come visto in precedenza, oltre al Consiglio di Amministrazione, un importante ruolo nell'articolazione del sistema societario è ricoperto dal Collegio Sindacale. Il Collegio in carica, composto da tre membri e tre supplenti e avente le stesse caratteristiche temporali precedentemente descritte in merito al Consiglio, svolge le tipiche attività di vigilanza previste dall'ordinamento nazionale coordinando la propria attività con la struttura di Internal Audit e con il Comitato Controllo e Rischi, Corporate Governance e Sostenibilità. Oltre a quanto richiesto dalla normativa vigente, successivamente all'insorgere della pandemia da Covid-19, il Collegio Sindacale ha il dovere di monitorare le misure adottate dalla società alla luce delle disposizioni governative, nonché gli impatti della pandemia sulla stessa. Come precedentemente analizzato per il Consiglio di Amministrazione, anche il Collegio è sottoposto a un processo di autovalutazione interna che per l'anno 2020 ha registrato un risultato positivo.

Nel maggio del 2007 Terna ha ampliato la propria struttura amministrativa introducendo nello Statuto la figura del Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari la nomina al Consiglio di Amministrazione, nella figura dell'Amministratore Incaricato del Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi, previo parere del Collegio Sindacale. Nel medesimo anno la società ha elaborato il relativo Regolamento del Dirigente Preposto in cui ha definito compiti, responsabilità, poteri e mezzi propri del Dirigente. Questo è incaricato di porre in essere tutte le attività necessarie per consentire al Consiglio lo svolgimento dei propri compiti di vigilanza e di predisporre adeguate procedure amministrative e contabili per la redazione del bilancio di esercizio e del bilancio consolidato, nonché di elaborare ogni altra comunicazione di carattere finanziario che necessiti del rilascio di un'attestazione da parte dello stesso.

### **3.1.3 IL MODELLO DI BUSINESS**

Terna ha un ruolo centrale nel sistema elettrico nazionale in quanto risulta responsabile della trasmissione e del dispacciamento della rete elettrica italiana ad alta tensione. La società riveste il ruolo di protagonista all'interno del processo di transizione energetica che sarà fautore di radicali cambiamenti nella fisionomia del sistema elettrico.

L'irrefrenabile crescita dei mercati impone un modello energetico oramai non più sostenibile in aperto contrasto con la presenza sempre più tangibile di un impegno globalmente condiviso per una progressiva decarbonizzazione. Le scelte strategiche complessivamente adottate si inseriscono all'interno del contesto delineato dagli accordi di Parigi e dagli obiettivi internazionali di decarbonizzazione e sviluppo sostenibile. Tale scenario impone la coniugazione delle competenze distintive proprie dell'impresa con gli elementi cardine di



sostenibilità e innovazione. In quest'ottica Terna assume la grande responsabilità di assicurare l'energia al Paese garantendone la sicurezza, la qualità e l'economicità nel tempo.

La necessità di integrazione delle infrastrutture europee e la volontà di condivisione degli obiettivi di sviluppo sostenibile rendono sempre più necessaria una stretta collaborazione tra i principali attori del settore energetico al fine di esprimere una visione coerente con gli scenari possibili e garantire le azioni indispensabili da parte di tutti gli attori in campo. L'approccio di sostenibilità al business costituisce una leva per la creazione di valore che si intreccia agli obiettivi del piano 2021-2025 contribuendone al raggiungimento. Questo modus operandi consente a Terna di utilizzare gli strumenti necessari ad assicurare oggettività e solidità metodologica a tutti i processi di analisi, monitoraggio, misurazione e rendicontazione delle dimensioni Environmental, Social e Governance (ESG) delle attività che trovano una rappresentazione in un modello di sostenibilità coerente ed integrato con il modello di business.

Nel contesto italiano, lo Stato ha definito un Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima (PNIEC) con cui sono stati delineati gli obiettivi e le linee di azione finalizzate al contrasto dei cambiamenti climatici. Al fine di ottenere tale risultato, la società sta adottando una trasformazione del sistema elettrico nazionale passando da un modello centralizzato a uno integrato e distribuito. Data la centralità della rete nel processo di decarbonizzazione, oltre a quanto previsto nel piano quinquennale (8,9 miliardi di euro), il business plan di lungo termine prevede la creazione di una rete in grado di gestire la progressiva decarbonizzazione e la sempre maggiore integrazione degli impianti di produzione da fonti rinnovabili.

La centralità di Terna nel contesto energetico europeo ha reso fondamentale l'attuazione di un modello di business focalizzato sulle Attività Regolate che hanno consentito all'azienda di sviluppare competenze utili all'inserimento nel mercato delle Attività Non Regolate e Internazionali, fondamentali al fine di cogliere le opportunità derivanti dalle discontinuità tecnologiche e dai trend caratteristici del settore dell'energia.

Il modello di business complessivo della società può quindi essere suddiviso in tre principali settori operativi: le Attività Regolate, le Attività Non Regolate e le attività all'estero.

La filiera del sistema elettrico nazionale si articola in quattro segmenti afferenti alla produzione, trasmissione, distribuzione e vendita di energia elettrica. Le principali Attività Regolate sono costituite dai segmenti della trasmissione con il ruolo di Transmission System Operator (TSO) e del dispacciamento in qualità di Independent System Operator (ISO). L'attività regolata di TSO si articola in tre ambiti operativi: la pianificazione degli interventi di sviluppo della Rete Elettrica Nazionale (RTN), la realizzazione delle opere e la relativa manutenzione delle stesse.

Le attività di progettazione e sviluppo sono pianificate sulla base di un piano decennale approvato ogni due anni dal Ministero dello Sviluppo Economico, mentre la gestione delle manutenzioni avviene attraverso tre Direzioni Territoriali articolate in otto Aree Operative di Trasmissione (AOT). Il piano decennale vigente prevede investimenti per oltre 18 miliardi di euro, un aumento a circa 40GW della potenza FER connettibile alla rete, la dismissione di 4.600 chilometri di infrastrutture obsolete, il risparmio annuale di 2.000 milioni di KWH e la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub> per 5,6 milioni di tonnellate all'anno entro il 2030.

Il ruolo di System Operator (SO) impone all'azienda di garantire l'equilibrio fra l'energia richiesta dai consumatori e quella prodotta dal sistema. L'elevato grado di complessità di questo compito impone la presenza di un coordinatore centrale dotato di potere di controllo su un numero elevato di attori. In tale processo riveste un ruolo complesso la gestione della produzione da fonti rinnovabili non programmabili. L'attività di dispacciamento comprende anche la programmazione delle indisponibilità di rete e degli impianti di produzione con diversi orizzonti temporali, la previsione del fabbisogno elettrico, il confronto di coerenza tra fabbisogno e programma delle produzioni, l'acquisizione di risorse e la verifica dei transiti di potenza per tutte le linee. Il controllo puntuale del sistema è assicurato dal Centro Nazionale di Controllo che coordina i centri sul territorio, ne garantisce il monitoraggio ed esercita l'attività di dispacciamento, intervenendo con indicazioni ai produttori e ai centri di teleconduzione utili a modulare l'offerta e l'assetto della rete.

La società ottiene una remunerazione per i propri servizi di TSO e SO sulla base di un sistema tariffario stabilito dall'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA).

Le Attività Non Regolate sono orientate al supporto della transizione energetica, in coerenza con il core business del regolato. Tali attività vengono svolte per mezzo di Terna Energy Solutions che ha l'obiettivo di mettere al servizio di clienti commerciali ed industriali il proprio know-how di operatore di reti di trasmissione (TSO). Le competenze maturate nelle Attività Regolate consentono di trasmettere ai clienti il valore potenziale della transizione energetica grazie ad attività di progettazione, ingegnerizzazione, esercizio e manutenzione di soluzioni complesse grazie anche all'integrazione delle reti di telecomunicazione e di sistemi proprietari. Terna offre alle imprese soluzioni sostenibili, competitive e tecnologicamente avanzate attraverso modelli di business alternativi e flessibili grazie a sei principali proposte: grid infrastructure, energy efficiency, smartgrids, digital service e connectivity.

Oltre alle attività regolate e non regolate all'interno del territorio italiano, Terna offre assistenza tecnica ai TSO e alle aziende energetiche dei paesi in via di sviluppo, anche nell'ambito di

progetti e programmi multilaterali. Come accade per le Attività Non Regolate, anche quelle esercitate all'estero godono del know-how maturato nel settore delle Attività Regolate. Lo sviluppo di nuove soluzioni di business nel mondo è affidato alla società Terna Plus attiva principalmente in Montenegro, Kenya, Turchia, Cile, Perù, Brasile e Uruguay. Le attività di sviluppo infrastrutturale, realizzate principalmente in qualità di investitore e operatore dell'asset, vengono intraprese in maniera sempre maggiore nel libero mercato internazionale della trasmissione, in particolare in America Latina.

### **3.1.4 LE PERFORMANCE**

Terna dimostra da sempre la propria capacità di ottenere importanti risultati in termini di ricavi, associati a un trend di chiusure costantemente in attivo, rendendo l'azienda un'importante fonte di investimento per gli azionisti. Nel corso degli ultimi dieci esercizi finanziari (2011-2020), l'azienda è stata in grado di mantenere importanti risultati costanti nel tempo in termini di ricavi, EBITDA ed utile netto. Nel dettaglio, è possibile riscontrare un valore medio dei ricavi in costante crescita pari a circa 2 miliardi di euro, con un picco massimo di 2,5 miliardi di euro nel corso del 2020 e minimo di 1,5 miliardi di euro nel 2011.

Nonostante uno scenario economico caratterizzato dall'incertezza generata dalla crisi pandemica da Covid-19, l'esercizio finanziario 2020 è stato contraddistinto da un miglioramento di tutti gli indicatori economici e finanziari che hanno raggiunto il livello più alto della storia della società. Tale risultato è stato possibile grazie ad una forte accelerazione fornita alla realizzazione degli investimenti nel periodo successivo al lockdown. Il periodo maggiormente positivo è stato il quarto trimestre in cui la società ha accelerato ulteriormente gli investimenti che sono risultati in aumento del 6,9% rispetto al 2019 (1.351,1 milioni di euro). I ricavi sono stati principalmente afferenti alle Attività Regolate per 2.148,9 milioni di euro, aumentando del 4,6% rispetto ai 2.055,0 milioni registrati nell'esercizio 2019. Inoltre, è riscontrabile un aumento del 61,1% dei ricavi generati dalle Attività Non Regolate, prevalentemente imputabili all'acquisizione di Brugg Cables.

La repentina crescita economica riscontrata nel corso dell'esercizio 2020 è proseguita nel 2021, come riscontrabile dalla relazione semestrale approvata il 29 luglio 2021 e da quella afferente alle prime nove mensilità presentata in data 10 novembre 2021. L'esercizio è caratterizzato dall'importante ripresa dei consumi elettrici italiani che ha registrato un incremento del 6,2% rispetto all'anno precedente. Tale situazione consente a Terna di rilevare importanti risultati economici e di proseguire il processo di accelerazione degli investimenti a beneficio della

transizione energetica. Nei primi nove mesi la società ha investito oltre 925 milioni di euro, registrando un incremento del 23,5% rispetto allo stesso periodo del 2020 che risultava comunque già in crescita dell'11,9% rispetto all'ultimo anno precedente alla crisi pandemica. I ricavi registrati nelle prime nove mensilità dell'esercizio 2021 sono risultati complessivamente pari a 1.901,6 milioni di euro, aumentando di 121 milioni di euro (+6,8%) rispetto allo stesso periodo del 2020. Tale risultato è stato possibile principalmente grazie all'incremento dei ricavi delle Attività Regolate, congiuntamente all'apporto delle Attività Non Regolate che riflette il maggior contributo delle attività del Gruppo Tamini e del Gruppo Brugg, nonché delle performance di Energy Solutions. Nel terzo trimestre 2021 è riscontrabile un incremento dei ricavi di 45,4 milioni di euro rispetto allo stesso periodo del 2020 (+7,6%). Parallelamente ai dati relativi ai ricavi, è presente una crescita dell'EBITDA del 3,8% che si attesta a 1.373,9 milioni di euro rispetto ai 1.323,3 milioni di euro dei primi nove mesi del 2020. Tale risultato è quasi totalmente imputabile a un miglior risultato delle Attività Regolate. Il dato dell'EBITDA relativo al terzo trimestre del 2021 evidenzia un incremento del 3,6% rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente raggiungendo un valore di 463,4 milioni di euro. Infine, il periodo riporta un risultato positivo di 580,4 milioni di euro, in crescita di 11,3 milioni di euro a confronto con i 569,1 milioni di euro dei primi nove mesi del 2020.

In ambito finanziario si segnalano diverse note positive quali il rinnovo del programma di emissioni obbligazionarie denominato "Euro Medium Term Note Programme" (EMTN), il cui importo massimo è stato aumentato a 9 miliardi di euro, la conclusione del programma di acquisto di azioni proprie ESG-linked, la sottoscrizione di un finanziamento con una durata di circa 22 anni con la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) da 300 milioni di euro, l'avviamento di un programma triennale di commercial paper da 1 miliardo di euro, la conferma per l'undicesimo anno consecutivo nell'indice di sostenibilità Stoxx Global ESG Leaders, l'inclusione nel MIB 40 ESG, il primo indice blue-chip per l'Italia dedicato alle best practice ESG e la conferma fornita da S&P Global Ratings del rating di lungo termine a 'BBB+', nonché il contestuale innalzamento dell'outlook, che è passato da stabile a positivo.

La crescita della società non è riscontrabile solo nei numeri finanziari, ma anche nella struttura complessiva della società all'interno della quale è stato registrato un aumento del numero di dipendenti di 261 unità che ha consentito di raggiungere le 4.996 persone impiegate. Tale incremento è riconducibile alla politica di rafforzamento delle competenze e allo sviluppo del business, coerentemente con il piano quinquennale.

## **3.2 IL PIANO INDUSTRIALE 2021-2025 “DRIVING ENERGY”**

Il piano industriale di Terna SPA denominato “Driving energy” ed afferente al quinquennio 2021-2025 è stato presentato dall’Amministratore Delegato Stefano Antonio Donnarumma e approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 19 novembre 2020. Il documento, articolato alla luce di obiettivi di decarbonizzazione sempre più sfidanti e finalizzato al raggiungimento nel 2025 di circa 3 miliardi di euro di ricavi, 2,21 miliardi di euro di EBITDA e 1 miliardo di euro di utile netto, prevede una forte accelerazione degli investimenti sulla rete, rafforzando il ruolo della società quale regista e abilitatore del sistema e motore della ripresa in grado di accompagnare il paese verso il raggiungimento degli obiettivi europei di “zero emissioni” entro il 2050. La trasformazione delle attività inizia all’interno dell’organizzazione stessa, attraverso nuove modalità lavorative sempre più digitali, innovative e sostenibili.

### **3.2.1 LO SCENARIO**

Il business plan pone al centro il ruolo della società quale uno dei più importanti operatori europei delle reti per il trasporto dell’energia elettrica, sia in qualità di abilitatore che di leader strategico del processo di transizione energetica verso un sistema basato sulle fonti rinnovabili.

L’intero programma fonda le proprie radici su quanto stabilito dalle Nazioni Unite in merito alle azioni necessarie per il contrasto al cambiamento climatico, ponendo particolare attenzione ai 17 obiettivi globali finalizzati ad eliminare la povertà, proteggere il pianeta e garantire un nuovo sviluppo sostenibile. Gli obiettivi internazionali fanno in modo che l’azienda si trovi ad operare all’interno di uno scenario caratterizzato dal processo di transizione energetica finalizzata all’eliminazione delle emissioni di CO<sub>2</sub> e di tutti i gas entro il 2050.

In Italia, lo Stato ha promosso l’elaborazione di un Piano Nazionale Integrato per l’Energia e il Clima (PNIEC), allineato con il Green New Deal europeo, che prevede un sensibile aumento della capacità installata da fonti rinnovabili entro il 2030. Al fine di progredire nel processo di transizione risultano fondamentali gli investimenti sostenibili sulla rete, utili ad integrare le cosiddette rinnovabili non programmabili, aumentare la sicurezza e la resilienza del sistema, risolvere qualsivoglia cono di bottiglia anche rafforzando le interconnessioni internazionali, rendere attiva la nuova capacità di stoccaggio per ottimizzare il funzionamento del sistema e minimizzare la congestione di rete, incentivare lo sviluppo e avviare l’operatività delle rinnovabili. Inoltre, nel contesto italiano, rivestono una grande importanza il rafforzamento dei collegamenti lungo l’intera penisola e con le isole, nonché le interconnessioni con l’estero. Tutti

questi obiettivi sono allineati a quanto espresso dalle Autorità al fine di garantire sia la sicurezza della catena di fornitura, sia il minor costo possibile per il cliente finale.

Nel 2000 Terna si occupava del dispacciamento di un sistema elettrico costituito da ottocento impianti di produzione, mentre oggi se ne contano circa ottocentomila e si arriverà presto ad almeno un milione. Per rispettare i target 2030 risultano necessari almeno 30 GW provenienti da energia solare e 9 GW da quella eolica, ma tale obiettivo può essere raggiunto solo con il contributo rilevante di impianti grid-scale, pertanto il target risulta ancora lontano dall'essere conseguito, ma costituisce una sfida eccezionale per l'organizzazione che si trova ad operare in un paese ben posizionato a livello europeo nella sfida ai cambiamenti climatici. Gli interventi chiave sono l'utilizzo delle rinnovabili per la produzione dell'80-90% di energia entro il 2050, lo sviluppo delle reti, il miglioramento dell'efficienza dei sistemi energetici, l'utilizzo di batterie al fine di favorire processi di generazione di energia decarbonizzata e l'implementazione del trasporto verde. Tali azioni sono supportate dal Green New Deal europeo che prevede investimenti per 1.000 miliardi di euro in dieci anni di cui il 50% investito in settori in cui opera l'azienda e circa 100 miliardi destinati alle reti. Inoltre, ulteriori finanziamenti quantificabili in 14 miliardi di euro in 10 anni, sono stanziati nel Piano di Sviluppo Nazionale.

### **3.2.2 LA STRATEGIA OPERATIVA**

Terna ha deciso di basare la strategia operativa del piano industriale sull'accelerazione degli investimenti correlati al core business con l'obiettivo di rafforzare sempre di più il proprio ruolo centrale nel processo di transizione energetica. La società stima che gli investimenti ipotizzati possano rappresentare un volano per il rilancio dell'intero Paese durante la ripresa dalla crisi pandemica da Covid-19. Le Attività Non Regolate e le Attività Internazionali continuano a rappresentare un importante sostegno al settore principale attraverso operazioni caratterizzate da un basso profilo di rischio e un limitato assorbimento di capitale. Infine, Terna considera l'innovazione e la digitalizzazione quali fattori fondamentali per abilitare la transizione digitale e le nuove modalità operative rappresentate dalla cosiddetta "new way of working".

#### **3.2.2.1 LE ATTIVITÀ REGOLATE**

Lo scenario proposto e la strategia operativa descritta hanno portato Terna ad elaborare un Piano di Sviluppo Nazionale decennale, posto alla base dell'attuale piano quinquennale, che prevede 14 miliardi di euro di investimenti cumulati.

In seguito agli obiettivi afferenti alle sfide di contrasto al cambiamento climatico e alla contestuale necessità di fornire un contributo decisivo al rilancio dell'economia dopo la pandemia, la società ha deciso di imprimere una forte accelerazione agli investimenti nelle Attività Regolate in Italia stanziando complessivamente circa 8,9 miliardi di euro, il livello più alto mai previsto dalla società ed in crescita del 22% rispetto al piano precedente (2019). È previsto che tali investimenti, di cui il 95% risulta per sua natura sostenibile in base ai criteri della Tassonomia Europea, abbiano un importante effetto moltiplicatore sia in termini di crescita del PIL, sia di creazione di nuovi posti di lavoro: recenti studi hanno dimostrato che ogni miliardo di investimenti in infrastrutture ne genera fra due e tre in termini di PIL e circa mille nuovi posti di lavoro. Gli investimenti previsti per le Attività Regolate in Italia sono finalizzati a sviluppare, ammodernare e rafforzare la rete di trasmissione elettrica nazionale, confermando il ruolo di Terna quale abilitatore di un sistema elettrico sempre più articolato.

Il piano prevede, parallelamente alla forte accelerazione in termini di esecuzione dei progetti, anche una notevole riduzione delle tempistiche relative ad autorizzazioni e approvvigionamenti. Le esigenze del sistema sono così ampie che Terna reputa di essere in grado di garantire questo livello di investimenti indipendentemente dall'andamento del singolo progetto in quanto, anche se uno di questi dovesse rallentare, l'azienda sarebbe pronta ad accelerare gli altri.

Gli investimenti del settore del regolato si articolano principalmente in operazioni afferenti allo sviluppo, al rinnovo e al miglioramento dell'efficienza della rete e all'aumento della sicurezza.

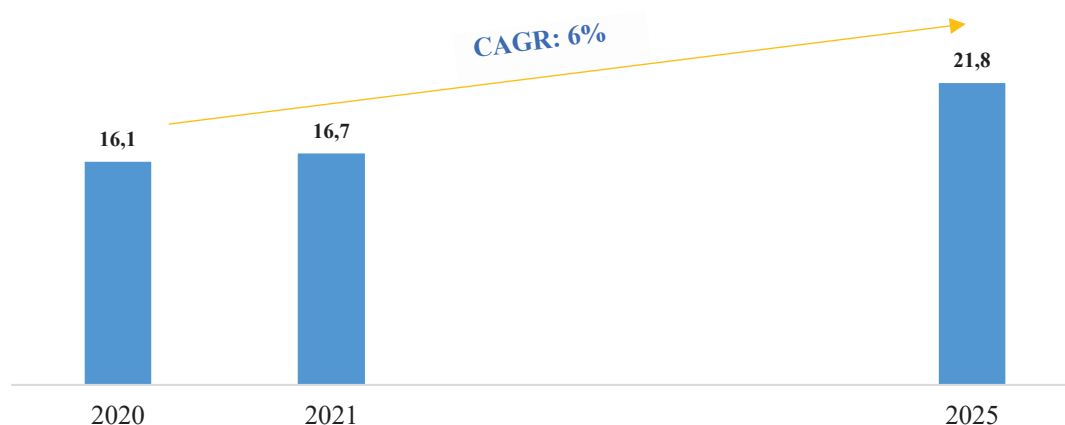
Per gli Investimenti di Sviluppo è stimato un capex cumulato pari a 5,4 miliardi di euro finalizzato a incrementare la capacità di trasporto risolvendo le congestioni attualmente presenti, soprattutto grazie al contributo fornito dai cavi in corrente continua (HVDC), a razionalizzare le reti nelle aree metropolitane e ad incrementare le interconnessioni con l'estero. Tra i più importanti progetti previsti dal piano vi sono il Tyrrhenian Link, l'elettrodotto che unirà la zona di Colunga (Bologna) a quella di Calenzano (Firenze), quello in costruzione fra le due sponde della Sicilia da Chiaramonte Gulfi (Ragusa) a Ciminna (Palermo), nonché il SA.CO.I.3, ossia il collegamento tra Sardegna, Corsica e Penisola. Gli investimenti descritti risultano fondamentali anche per le proprie caratteristiche di sostenibilità, in quanto circa il 70% di questi è finalizzato al raggiungimento degli obiettivi del PNIEC e aiuterà la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>, eliminandone circa 1,5 milioni di tonnellate.

Il Piano di Rinnovo ed Efficienza, il cui capex cumulato ammonta a circa 2,4 miliardi di euro, prevede principalmente la sostituzione delle linee aeree esistenti con infrastrutture progettate mediante l'utilizzo di cavi interrati. Il business plan contiene progetti che mirano ad aumentare

la qualità del servizio e a migliorare i processi per mezzo della digitalizzazione delle sottostazioni e dell'attuazione di tecniche di manutenzione predittiva per l'ambiente, adottata per esempio sostituendo i cavi a olio fluido e installando macchinari isolati con oli vegetali.

Per il Piano di Sicurezza sono stanziati complessivamente 1,2 miliardi di euro, destinati principalmente a sostenere gli interventi necessari alla regolazione della tensione e alla stabilità dinamica del sistema elettrico.

Inoltre, la società conferma l'attuazione del progetto *Resilienza 2.0* all'interno del quale sono previste tutte quelle azioni necessarie al fine di fronteggiare i rischi connessi al verificarsi di eventi atmosferici sempre più estremi attraverso investimenti mirati e soluzioni innovative. Tali metodologie all'avanguardia consentono di valutare i benefici degli interventi considerando anche probabili proiezioni del rischio climatico e della vulnerabilità degli asset. La messa in sicurezza della rete è fondamentale per Terna che a tal fine sta consolidando, con il supporto di RSE SPA<sup>13</sup>, una nuova metodologia utile a identificare le aree che con maggiore probabilità potranno essere colpite da fenomeni meteorologici avversi e gli interventi di natura preventiva mirati a rendere la rete più solida. Inoltre, Terna pone grande attenzione a tutte quelle azioni che, pur attraverso un limitato uso di capitale, possano portare benefici, sia per la soluzione di problematiche di rete sia in termini di efficienza complessiva del mercato. L'azienda stima che gli investimenti previsti per le Attività Regolate consentano di aumentare il valore degli asset regolati (RAB) da 16,1 a 21,8 miliardi di euro, con un tasso di crescita medio annuo (CAGR) nell'arco temporale relativo al piano pari al 6%, in forte crescita rispetto al piano precedente.



**Tabella 3.1** Valore degli asset regolati (RAB) nel corso del Piano Industriale 2021-2025  
Dati in miliardi di euro

<sup>13</sup> **Ricerca sul Sistema Energetico SPA (RSE SPA)**: società controllata dal GSE concentrata sullo sviluppo dell'attività di ricerca nel settore elettrico-energetico.



### **3.2.2.2 LE ATTIVITÀ NON REGOLATE**

Le Attività Non Regolate sono volte a sviluppare, in piena coerenza con il core business, soluzioni tecnologiche, innovative e digitali a supporto della transizione energetica e si articolano in Energy Solutions, servizi di connettività e attività industriali.

Le Energy Solutions consentono di offrire servizi sulle infrastrutture in alta tensione e smart grid, nonché attività di supporto per l'efficienza energetica offerte per mezzo di Avvenia.

I servizi di connettività, gestiti grazie alla proprietà dell'asset strategico rappresentato da oltre 35.000 chilometri di fibra ottica, sono gestiti offrendo agli operatori di telecomunicazioni infrastrutture in fibra spenta e servizi di housing e hosting di fibra, nonché attività di elaborazione e distribuzione della grande quantità di dati che l'azienda è in grado di raccogliere.

Le attività industriali nel campo dei trasformatori di potenza e dei cavi terrestri sono coordinate dalle società Tamini e Brugg e risultano principalmente finalizzate alla valorizzazione degli asset. In tale ottica Tamini intende rendere maggiormente efficiente il processo industriale aumentandone la qualità e sviluppando prodotti sempre più innovativi, mentre per Brugg si conferma l'efficacia strategica dell'acquisizione finalizzata all'insourcing di competenze. La società stima che lo sviluppo delle attività industriali possa consentire di rendere ancora più efficiente il percorso di internalizzazione delle competenze distintive già avviato da Terna.

Il business plan prevede che le Attività Non Regolate possano complessivamente contribuire all'EBITDA cumulato per 450 milioni di euro, confermando il basso profilo di rischio e l'approccio basato su un limitato assorbimento di capitale.

### **3.2.2.3 LE ATTIVITÀ INTERNAZIONALI**

Terna realizza le proprie Attività Internazionali in alcuni Paesi dell'America Latina, dove la società mira a consolidare la propria presenza con l'obiettivo di mantenere gli importanti tassi di crescita dimostrati, valorizzare le competenze e incrementare il know how.

Il piano industriale 2021-2025 conferma la possibilità di rendere attivi nuovi progetti, oltre a quelli attualmente in essere in Brasile, Perù e Uruguay, finalizzati all'ulteriore crescita in termini di EBITDA a fronte di bassi livelli di rischio e impieghi di capitale contenuti. Nel dettaglio, Terna prevede per le proprie Attività Internazionali un capex cumulato non superiore a 300 milioni di euro, ma stima altresì che queste siano in grado di contribuire ai futuri risultati economici con un EBITDA complessivo nell'arco del piano superiore a 200 milioni di euro.

### **3.2.3 LE INNOVAZIONI NECESSARIE ALLO SVILUPPO**

La strategia della società trova un'importante fonte di propulsione nelle innovazioni afferenti alle modalità operative e alla digitalizzazione introdotte.

#### **3.2.3.1 LE NUOVE MODALITÀ OPERATIVE**

Parallelamente agli investimenti fisici, il cosiddetto hardware del piano, Terna pone l'accento sui nuovi modelli lavorativi, ossia il software dello stesso.

L'azienda focalizza la propria attenzione sulla possibilità di razionalizzare il portafoglio immobiliare attraverso la creazione di uffici virtuali e distribuiti e spazi di co-working con altre società in grado di garantire la funzionalità e i benefici logistici e di qualità della vita. A tal fine è fondamentale garantire l'utilizzo di infrastrutture adeguate, promuovere la società e la cultura aziendale, rivedere i metodi di formazione e riconsiderare i sistemi di valutazione della performance creando uno Steering Committee. Elemento cardine di questo processo è costituito dalle persone che risultano fondamentali per il raggiungimento degli obiettivi. Il business plan prevede un'importante creazione di posti di lavoro stimando che l'organico dell'azienda possa crescere del 10% già nei primi tre anni, superando così le cinquemila unità.

#### **3.2.3.2 INNOVAZIONE E DIGITALIZZAZIONE**

Terna affida una sempre maggiore importanza alla digitalizzazione, abilitatore del cambiamento e fondamentale per la realizzazione del business plan. Nel dettaglio, Terna considera cruciale la cyber security, il data driving decision making e la robotica. Inoltre, le tecnologie saranno fondamentali al fine di soddisfare la necessità di integrazione delle rinnovabili per mezzo dell'utilizzo di modelli di previsione e pianificazione.

Terna stima un capex cumulato di circa 900 milioni di euro, facenti parte degli 8,9 miliardi di euro complessivi delle Attività Regolate, per la digitalizzazione e l'innovazione, proseguendo nelle attività di controllo da remoto delle stazioni elettriche e delle principali infrastrutture, attraverso l'installazione di sistemi di sensoristica, monitoraggio e diagnostica, anche di tipo predittivo, a beneficio della sicurezza della rete e del territorio. L'innovazione e le nuove tecnologie consentiranno inoltre di generare valore per tutto il sistema e il mercato.

### **3.2.4 LA GUIDANCE**

La società conferma la guidance proposta nel 2020 e stima che il primo anno del piano sia caratterizzato da ricavi per 2,57 miliardi di euro, EBITDA per 1,84 miliardi di euro, utile per azione per 39 centesimi e capex per 1,4 miliardi di euro.

L'insieme degli investimenti, che genera complessivamente un capex cumulato di 9,2 miliardi di euro, dovrebbe consentire all'azienda di mantenere un tasso di crescita medio annuo (CAGR) dei ricavi e dell'EBITA del 4%, raggiungendo così nell'ultima annualità del piano valori rispettivamente pari a 3,04 e 2,21 miliardi di euro.

Il documento programmatico stima in miglioramento anche l'utile netto che dovrebbe generare un aumento dell'utile per azione (EPS) da 39 centesimi di euro nel 2021 a 49 centesimi di euro nel 2025, con una crescita media annua di oltre il 5%. La politica dei dividendi prevede dal 2021 al 2023 un CAGR del dividendo per azione (DPS) pari all'8%, rispetto al dividendo di competenza dell'esercizio 2020. Inoltre, per le annualità 2024 e 2025 Terna stima un payout del 75%, con un dividendo minimo garantito pari a quello dell'esercizio 2023.

Il piano industriale 2021-2025 è basato su un forte incremento degli investimenti finalizzati al miglioramento del sistema, ma, nonostante ciò, la società si impegna a mantenere una struttura finanziaria solida e sostenibile, anche attraverso eventuali azioni sul fronte del debito, con l'obiettivo principale della conservazione dell'attuale livello di rating, del costo del debito netto pari al 1,3% e del rapporto fra debito netto e asset regolati (RAB) inferiore al 60%.

### **3.2.5 OBIETTIVI E TARGET DI SOSTENIBILITÀ**

La centralità della sostenibilità nel business aziendale si concretizza attraverso la definizione di specifici obiettivi finalizzati alla creazione del valore nel medio e lungo termine. I target sono articolati in quattro principali dimensioni, Risorse umane, Stakeholder e Territorio, Integrità, Responsabilità e Trasparenza e Ambiente, e declinati in 14 obiettivi cui afferiscono oltre 120 attività distribuite nell'intero arco temporale interessato dal piano. Tra gli obiettivi più significativi si segnalano, nell'ambito Risorse umane, l'ulteriore impegno circa salute e sicurezza con le iniziative previste dal programma "Miglioramento continuo della Sicurezza sul lavoro" e l'avvio della progettualità denominata "New Ways of Working". Le sfide afferenti alle tematiche ambientali sono affrontate mediante l'adozione del programma "Science-Based Target" (SBT) finalizzato alla riduzione dell'intensità carbonica. Inoltre, Terna continua ad impegnarsi per minimizzare l'impatto visivo e paesaggistico delle infrastrutture elettriche. Terna ha ottenuto importanti risultati nel percorso di contrasto ai cambiamenti climatici

dimostrandosi fra i migliori performer nel conseguimento dei cosiddetti fattori ESG e riuscendo a classificare come “green” il 95% dei propri investimenti nelle Attività Regolate.

Inoltre, a partire dal 2005, la società monitora le proprie azioni attraverso l'utilizzo di KPI correlati alla sostenibilità. Nel dettaglio, Terna ha posto l'ambizioso obiettivo di rimuovere 488 chilometri di linee aeree e di costruire 608 chilometri di linee sotterranee o sottomarine entro il 2025, nonché di generare un capex “green” superiore a 600 milioni di euro nel periodo del piano. Tutti gli obiettivi descritti sono in avanzata fase di realizzazione. Infine, Terna pone l'accento anche sulla sicurezza delle proprie attività inserendo fra i KPI l'indice di sicurezza, indicatore ponderato valutato su base triennale afferente alla frequenza degli incidenti (30%) e alla relativa gravità (70%), che nelle ultime annualità ha riportato un valore inferiore a 1, come previsto dagli obiettivi.

### **3.2.6 ULTERIORI POTENZIALI SVILUPPI DEL SISTEMA**

Terna, coerentemente con il proprio ruolo di regista e abilitatore del sistema energetico nazionale durante il processo di transizione energetica, rimane attenta a cogliere eventuali nuove opportunità di investimento in Italia, con l'obiettivo di guidare la trasformazione del sistema. Un prezioso ambito di investimento potrebbe in particolare essere rappresentato da eventuali opportunità di ampliamento del perimetro di attività in qualità di Transmission and System Operator (TSO). Grazie alle sue competenze industriali, Terna potrebbe essere inoltre coinvolta nello sviluppo di sistemi di accumulo elettrico basati sulla tecnologia del pompaggio idraulico e in situazioni di fallimento del mercato. Infine, all'interno del settore di business delle Attività Non Regolate, l'obiettivo di raggiungere gli sfidanti obiettivi fissati dal Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima (PNIEC) potrebbe accrescere il ruolo della società nel processo di elaborazione di soluzioni cosiddette chiavi in mano correlate a progetti legati allo sviluppo di energia prodotta da fonti rinnovabili.

Il differente orizzonte temporale e la necessità di un adeguato contesto normativo e regolatorio ancora oggi assente, non consentono l'inclusione delle iniziative sopracitate all'interno del piano industriale 2021-2025, ma queste risultano comunque essere molto rilevanti quali elementi utili all'accelerazione della transizione energetica e al raggiungimento degli ambiziosi target assegnati dall'Italia e dall'Europa.

## **CAPITOLO 4: CONFRONTO FRA I PIANI INDUSTRIALI PROPOSTI**

Nel corso del capitolo si presenta un confronto fra i business plan elaborati dalle società oggetto di studio, ovvero Eni SPA e Terna SPA, basato sul modello di piano industriale benchmark e sulle norme afferenti alla due diligence dei documenti programmatici redatti da Borsa Italiana e presentati al *Capitolo 1* del presente elaborato.

### **4.1 IL CONFRONTO CON IL PIANO INDUSTRIALE BENCHMARK**

Entrambe le realtà imprenditoriali hanno redatto i piani industriali in oggetto successivamente all'insorgere della pandemia da Covid-19, pertanto sono evidenti, anche se in misura molto diversa fra le due società, le ripercussioni dello shock pandemico sulle strategie.

Un primo importante elemento distintivo fra i due business plan è costituito dalla modalità di veicolazione degli stessi, infatti da un lato Eni ha adottato una strategia di presentazione frontale del documento, esponendo la propria visione di sviluppo aziendale mediante una diretta streaming coordinata dall'Amministratore Delegato Claudio Descalzi e dal Chief Financial Officer Francesco Gattei, mentre dall'altro Terna ha preferito comunicare il proprio piano per mezzo di una presentazione video, a cura dell'Amministratore Delegato Stefano Antonio Donnarumma, fruibile all'interno del sito internet aziendale. Inoltre, Eni ha suddiviso l'evento di presentazione del business plan in due momenti ben distinti fra loro: il primo, relativo a circa il 40% della durata complessiva e affidato esclusivamente ai dirigenti precedentemente menzionati, è stato utile alla descrizione frontale del piano; mentre il secondo, afferente a circa il 60% della diretta e a cui hanno partecipato altri importanti personalità del board dirigenziale quali il Chief Operating Officer – Natural Resources Alessandro Puliti ed il Chief Operating Officer – Energy Evolution Giuseppe Ricci, è stato dedicato ad una sessione di “Questions & Answers” a cui sono stati invitati a partecipare i rappresentanti di importanti istituzioni finanziarie quali Goldman Sachs, Bank of America Merrill Lynch, Mediobanca, Societe Generale, Credit Suisse, UBS, Equita, Morgan Stanley, Kepler Cheuvreux, Bernstein, Redburn e Berenberg. Tale sessione si è dimostrata molto utile ai fini di una comprensione più completa del piano industriale proposto, in quanto nel corso di essa il management ha fornito molte informazioni volte a dettagliare ulteriormente le proprie strategie in merito al nuovo modello di business, alle progettualità in fase di avviamento e consolidamento, alla gestione delle principali società controllate e alla nuova politica di remunerazione.

Successivamente alla declinazione delle principali differenze afferenti alla modalità di veicolazione dei business plan, si propone un confronto basato sul piano industriale benchmark nel corso del quale si effettua una disanima afferente alla trattazione delle singole aree di cui si compone il documento.

#### **4.1.1 EXECUTIVE SUMMERY**

Il confronto inizia riscontrando un'importante analogia fra i due business plan, in quanto entrambe le società hanno preferito non porre particolare attenzione alla redazione della sezione relativa all'Executive Summery, optando per l'elaborazione di documenti programmatici in cui la prima parte fosse dedicata alla declinazione dello scenario competitivo in cui i gruppi si trovano ad operare, focalizzando quindi immediatamente l'esposizione circa la seconda area del piano industriale benchmark afferente alla strategia realizzata.

#### **4.1.2 LA STRATEGIA REALIZZATA**

La seconda area del piano industriale, relativa alla strategia realizzata, è affrontata da Eni mediante un'ampia descrizione delle azioni introdotte conseguentemente allo scoppio della pandemia da Covid-19, ponendo inizialmente l'accento sulle nuove modalità di lavoro utilizzate e sulle necessarie modificazioni organizzative poste alla base delle stesse. Inoltre, l'azienda descrive con significativa dovizia di particolari quanto pianificato e attuato strettamente in relazione alle dinamiche di business al fine di limitare gli effetti della pandemia. Fra le azioni maggiormente significative sono risultate di fondamentale importanza le diverse revisioni del budget e l'ideazione di una nuova organizzazione del modello di business strutturata sulla creazione di due nuovi business group: Natural Resources ed Energy Evolution. Questa nuova modalità di gestione dei business aziendali risulta essere ampiamente dettagliata mediante l'analisi dell'impatto organizzativo ed economico della stessa nell'esercizio concluso, in quello in corso e in quelli futuri, nonché per mezzo della valutazione dell'apporto che tale approccio si stima risulti in grado di fornire alla globale mission aziendale.

D'altro canto, Terna intende focalizzare l'esposizione della strategia realizzata in merito al ruolo recitato dalla società all'interno dell'importante processo di transizione energetica e del fondamentale percorso di ripresa dalla pandemia da Covid-19 del paese. Inoltre, l'azienda presenta con significativa accuratezza l'allineamento delle proprie attività agli obiettivi di sviluppo sostenibili dettati dal PNIEC, dal Green New Deal europeo e dagli SDG. In questo contesto, la società espone i positivi risultati intermedi afferenti all'esercizio 2020 correlati alle

azioni intraprese, ponendo particolare attenzione al fondamentale impulso fornito agli investimenti anche nei trimestri immediatamente successivi allo scoppio della crisi pandemica. Infine, Terna conclude la descrizione della strategia realizzata elencando le importanti attività costituenti le principali direttrici utili alla costruzione di un futuro coerente con quanto richiesto dalle Autorità e i fondamentali investimenti che potrebbero essere erogati dalle stesse.

Le differenze presenti fra i documenti programmatici esposti vengono meno nel corso del processo di analisi relativa alla descrizione degli impatti riscontrabili sui piani industriali esposti causati dagli investimenti eseguiti in passato, in quanto entrambi i business plan sottolineano dettagliatamente le ripercussioni positive generate dagli investimenti pregressi.

Conseguentemente a quanto precedentemente evidenziato, i piani industriali proposti consentono di effettuare un'approfondita analisi dei nessi causali presenti fra le scelte adottate in passato e i positivi risultati prodotti riscontrabili nel presente, consentendo di individuare, soprattutto nel documento redatto da Eni, i principali key value driver considerati dalle società.

Il confronto dei business plan in oggetto con quanto previsto dal piano industriale benchmark redatto da Borsa Italiana e presentato al *Capitolo 1 (Tabella 1.1)*, consente di affermare che entrambi i gruppi intendano delineare in modo preciso la strategia aziendale corporate, mentre le dinamiche delle singole Strategic Business Unit (SBU) risultino descritte con modalità significativamente differenti dalle due società. Da un lato Terna predilige non approfondire in modo molto accurato tale aspetto, mentre dall'altro Eni propone una descrizione esaustiva della tematica fornendo anche un buon numero di dati finanziari storicizzati.

L'analisi delle presentazioni afferenti alle strategie realizzate da parte delle società permette di concludere che quanto redatto da Eni si dimostra complessivamente più dettagliato, mentre quanto proposto da Terna sembra assumere una connotazione maggiormente finalizzata alla veicolazione dei concetti posti alla base delle azioni adottate più che della reale dinamica degli interventi pianificati. Infine, la descrizione proposta circa l'esposizione della strategia realizzata consente di evidenziare la presenza di approcci sensibilmente diversi da parte delle due realtà che risulterà possibile riscontrare anche nel corso delle altre aree dei rispettivi piani industriali.

#### **4.1.3 LE INTENZIONI STRATEGICHE**

Una sensibile differenza nell'approccio alla redazione del documento è riscontrabile anche all'interno dell'area afferente all'esposizione delle intenzioni strategiche.

Eni articola questa sezione del piano esponendo i concetti ad essa relativi in diversi momenti nel corso della presentazione del business plan. L'esposizione del piano è infatti articolata mediante la declinazione progressiva dei business group e delle sottostanti divisioni operative, esponendone per ciascuna di esse gli obiettivi e le conseguenti azioni pianificate.

Le strategie ipotizzate e i relativi risultati cui mira la società sono coerenti, come quanto declinato nel corso della sezione relativa alla strategia realizzata, con gli obiettivi di decarbonizzazione (SDG) e con i target già presentati in passato dalla stessa società, ulteriormente sottoposti ad una cospicua ma razionale propulsione migliorativa. L'azienda esplicita in questa area del piano il forte connotato rivoluzionario del documento redatto che fornisce un'importante accelerazione in merito al processo di riduzione delle emissioni innalzando il target di riduzione stimato attorno all'80% nel piano elaborato nel 2020 fino alla totale eliminazione proposta nel documento programmatico in oggetto.

La presentazione delle intenzioni strategiche della società risulta essere molto chiara e puntuale ponendo al centro di essa i principali obiettivi del documento che risultano essere afferenti, oltre alla decarbonizzazione dell'intero processo produttivo aziendale, alla diversificazione delle attività di business con il conseguente ampliamento delle stesse, all'aumento della resilienza e della flessibilità aziendale e al miglioramento della politica di remunerazione degli azionisti correlata alla creazione di un maggiore valore per gli stakeholder, dimostrando così grande attenzione agli stessi.

La società espone altresì esaustivamente le principali leve manageriali utili alla realizzazione del piano industriale che risultano principalmente individuabili nella nuova organizzazione aziendale derivante dal rinnovato modello di business comprendente la creazione dei business group Natural Resources ed Energy Evolution, nella resilienza del gruppo alle avversità e nella flessibilità della struttura operativa e manageriale. Il modello organizzativo descritto costituisce una rottura con il passato modus operandi aziendale, ma tale cambiamento di rotta ha già dato ampia dimostrazione della propria efficacia nel corso dell'esercizio 2020, pertanto non risulta rappresentare un'incognita per la possibile realizzazione degli obiettivi prefissati.

Inoltre, Eni espone molto chiaramente come le leve manageriali proposte possano consentire alla società di cogliere le opportunità di mercato e di consolidare il ruolo dell'azienda quale attore principale in Italia e nel mondo.

Infine, in questo momento dell'analisi è riscontrabile uno dei pochi elementi descritti in modo sommario dal gruppo, ovvero le tempistiche utili alla realizzazione di quanto programmato; infatti in merito a tale tematica la società declina soltanto le scadenze di medio e lungo periodo,



demandando all'Action Plan una spiegazione maggiormente esaustiva circa le necessità operative di breve termine.

D'altro canto, analizzando le intenzioni strategiche presenti nel piano industriale 2021-2025 redatto da Terna, è possibile riscontrare come queste, analogamente a quanto analizzato durante la verifica del documento programmatico proposto da Eni, risultino delineate coerentemente con quanto esposto nella sezione afferente alla strategia realizzata.

La società persegue un importante principio di coerenza esponendo più volte l'intenzione di voler mantenere invariata la propria struttura di business mediante l'articolazione delle operazioni attraverso tre principali Strategic Business Unit (SBU) afferenti alle Attività Regolate, costituenti l'area di attività maggiormente impattante sui risultati, alle Attività Non Regolate e alle Attività Internazionali.

Nel corso dell'intera declinazione delle intenzioni strategiche, Terna ribadisce in molteplici occasioni l'intenzione di mantenere la propria posizione centrale all'interno del processo di transizione energetica e di ripresa dell'intero Paese dopo lo shock pandemico che risultano essere una pietra miliare delle attività presenti e future del gruppo.

Inoltre, la società ribadisce in diversi momenti la centralità della rete infrastrutturale in possesso quale asset fondamentale ai fini del consolidamento del ruolo di protagonista all'interno del processo di transizione a livello nazionale e fra i principali attori a livello mondiale. Tale peculiarità costituisce la principale leva manageriale utile alla realizzazione delle azioni necessarie al fine del conseguimento dei target stimati nel documento programmatico.

Parallelamente a questi aspetti di coerenza con il modello di business in essere, l'azienda espone l'intenzione di sviluppare nuove metodologie di lavoro supportate da importanti cambiamenti circa l'utilizzo di sistemi innovativi e altamente tecnologici nei processi aziendali. Tale fenomeno costituisce un'importante rottura con il passato che, contrariamente a quanto accade per Eni, non ha ancora avuto modo di palesare evidentemente la propria positività, ma il dettaglio e la precisione con cui risultano esposte tali attività non sembrano dare adito all'insorgere di possibili anomalie.

Inoltre, contrariamente alla metodologia di esposizione utilizzata da Eni, Terna presenta sin da subito i target finanziari finali anche se demanda l'esplicazione delle modalità di raggiungimento degli stessi all'area del piano relativa alla declinazione dell'Action Plan.

Alla luce di quanto esposto, è asseribile che l'analisi delle intenzioni strategiche dei documenti programmatici in esame confermi un'esposizione esaustiva da parte di entrambe le società circa

le necessità e le opportunità di rinnovamento poste alla base della strategia ipotizzata, accompagnata da una presentazione sufficientemente chiara delle intenzioni strategiche a livello corporate. In questo contesto è doveroso sottolineare come entrambe le realtà espongano l'esistenza di progettualità aventi tempistiche di realizzazione molto superiori agli archi temporali relativi ai piani proposti, ma non le declinino concretamente nei business plan in analisi in quanto non ancora inserite in un contesto legislativo adeguato e non ancora soggette a finanziamenti che si possano definire razionalmente certi o quantificabili.

Infine, è possibile rilevare alcune differenze in merito alla veicolazione delle intenzioni strategiche a livello delle singole Strategic Business Unit (SBU), in quanto Terna sembra non voler esporre in questa sezione quanto pianificato in relazione a tale aspetto, rimandando la discussione di questi elementi all'Action Plan. D'altro canto, contrariamente ad essa, Eni preannuncia, anche se per mezzo dell'utilizzo di modalità sostanzialmente sommarie, l'intenzione di articolare l'attività mediante due business group, Natural Resources ed Energy Evolution, declinando anche i principali obiettivi ad essi affidati.

#### **4.1.4 L'ACTION PLAN**

Successivamente all'analisi delle sezioni afferenti alla strategia realizzata e alle intenzioni strategiche, il vaglio dei piani industriali entra nel loro cuore pulsante, ovvero l'Action Plan.

Eni, coerentemente con quanto analizzato finora, articola in modo molto ampio questa sezione sin dall'iniziale presentazione a cura dell'Amministratore Delegato e del Chief Financial Officer, successivamente integrata grazie alle indicazioni fornite dai dirigenti competenti durante la sessione di "Questions & Answers" dedicata alla presentazione del piano.

La società intende iniziare l'esposizione dell'Action Plan declinando le azioni necessarie a livello corporate ed enunciando brevemente gli obiettivi e le progettualità più importanti che risultano pianificati per i singoli business group.

Il business plan proposto indica ciascuna divisione di business quale responsabile di una progettualità principale successivamente articolata mediante due obiettivi secondari ad essa correlati. Ad esempio, i progetti relativi al business group Natural Resources sono prevalentemente finalizzati alla riduzione del cash break-even e dell'impronta carbonica.

Il primo obiettivo di Natural Resources risulta essere prettamente afferente alla dimensione economica e finanziaria e si dimostra in linea con le azioni intraprese dalla società nel corso delle più recenti annualità e complessivamente finalizzate a una globale riduzione del capex

affidente alle progettualità del settore upstream. Il gruppo, formulando un modello basato sulla presenza di un considerevole quantitativo di capex upstream uncommitted, soprattutto nelle ultime annualità del piano in oggetto, dimostra di poter contare su di un'importante caratteristica di flessibilità.

Inoltre, Eni intende inserire un significativo elemento di rinnovamento rispetto al passato costituito dalla nuova gestione portafoglio del settore upstream, sempre più rivolto all'inserimento di fonti rinnovabili quali l'olio e il gas naturale a discapito dell'oramai superato greggio. Tale ristrutturazione della gestione delle materie prime utili alla produzione è esposta con grande chiarezza mediante la disamina di una strategia operativa ben delineata, dai siti di esplorazione di cui si stima l'utilizzo sino ad un'esposizione puntuale delle modalità esplorative, principalmente attuate mediante l'utilizzo di tecniche near field e proven basins, includendo anche le stime dei quantitativi di risorse derivanti dalle esplorazioni. Infine, Eni informa in merito alle motivazioni che hanno portato all'inclusione di tale attività nel business group Natural Resources che risultano essere relative alla possibilità di sfruttare la presenza integrata della società all'interno della catena del valore del gas.

Completata l'analisi dell'evoluzione operativa delle progettualità, Eni prosegue lo sviluppo del proprio piano analizzando le ipotesi relative alla parte finanziaria dello stesso che stima possa essere supportata dalle azioni di crescita selettiva che si ipotizza possano consentire un importante aumento del flusso di cassa operativo per tutta la durata del piano. In merito a tale aspetto, l'azienda fornisce dati finanziari molto puntuali e precisi per l'intero arco temporale relativo al business plan in merito al free cash flow, focalizzando l'attenzione sui ricavi derivanti dalla stima dell'aumento di produzione, introducendo anche una precisa, seppur sommaria, analisi di sensitività.

L'analisi della componente finanziaria dell'Action Plan di Eni consente pertanto di affermare che questa si articola in modo puntuale grazie all'esposizione delle fonti di redditività dei singoli progetti, alla declinazione dell'impegno finanziario richiesto dagli stessi, alle relative fonti di finanziamento e alle conseguenti stime dei possibili ricavi.

Parallelamente alla progettualità afferente alla diminuzione del cash break-even, Natural Resources risulta responsabile anche del progetto di riduzione dell'impronta carbonica perseguito mediante i progetti REDD+ e CCUS. Tale target si dimostra essere declinato puntualmente dal punto di vista organizzativo e finanziario con le medesime modalità precedentemente descritte per il primo obiettivo del business group. In tale contesto la società ribadisce la possibilità di incassare probabili finanziamenti istituzionali quali ad esempio quelli

derivanti dal Recovery Fund, ma anch'essi non risultano inseriti nella progettualità finanziaria del business plan in quanto ancora non certi e quantificabili, pertanto eventuali contributi da essi derivanti potrebbero costituire un'importunante fonte di propulsione allo sviluppo del piano proposto.

Analogamente a quanto descritto per il business group Natural Resources, Eni espone le progettualità afferenti al secondo business group, Energy Evolution, con le medesime modalità del primo, suddividendo l'obiettivo corporate relativo all'evoluzione delle attività di generazione, trasformazione e vendita verso i settori bio, blu e verde in due principali aree operative rispettivamente denominate Refining & Marketing e Retail & Rinnovabili.

Tale modalità espositiva consente alla società di dimostrare la propria capacità nel perseguire più linee di sviluppo simultaneamente focalizzate al raggiungimento di un obiettivo corporate comune per il cui rispettivo sviluppo si definiscono chiaramente i manager responsabili, mentre risulta sostanzialmente sommaria l'analisi delle tempistiche di intervento e di conseguimento dei target, soprattutto nel breve periodo.

D'altro canto, analizzando l'Action Plan presentato da Terna, è asseribile che questo risulti complessivamente molto differente rispetto a quello redatto da Eni.

Innanzitutto, è riscontrabile una diversa modalità di esposizione adottata dall'azienda che risulta presentare chiaramente un'articolazione delle operazioni molto diversa da quanto proposto in precedenza da Eni, ponendo al centro di essa il ruolo della società quale regista e abilitatore del processo di transizione energetica e sottolineando l'importanza del relativo core business delle Attività Regolate.

In questo contesto, il gruppo sottolinea le attività che ritiene fondamentali per lo sviluppo dei business aziendali, gli investimenti necessari all'attuazione delle stesse, le relative fonti di finanziamento e i conseguenti risultati economici e finanziari che stima possano derivarne.

Un elemento di analogia fra i due piani è rappresentato dall'articolazione dell'obiettivo principale in target intermedi affidati alle singole aree delle rispettive unità di business, infatti Terna discerne quanto di competenza delle Attività Regolate in investimenti afferenti allo sviluppo, al rinnovamento e all'efficienza e alla sicurezza. Sebbene la presentazione del sistema di progettualità risulti complessivamente meno articolato rispetto a quello proposto da Eni, è comunque possibile comprendere i progetti in essere e il relativo impatto economico ed organizzativo che la società stima possa essere generato.

Parallelamente a quanto afferente alle Attività Regolate, Terna espone altre progettualità sensibilmente meno impattanti sulle dinamiche organizzative ed economiche del piano e relative alle Attività Non Regolate, articolate in attività afferenti al settore “Energy Solutions”, alla connettività e alle attività industriali, e alle Attività Internazionali.

La spiegazione di queste due unità di business risulta molto meno articolata della precedente, ma si dimostra comunque esaustiva fornendo la possibilità di cogliere la fondamentale importanza dell’internalizzazione delle attività delle società partecipate e l’impatto finanziario delle singole unità di business nel periodo descritto dal piano.

L’impatto organizzativo del documento programmatico è esposto in modo dettagliato e risulta essere trasversale all’interno delle tre unità di business. Questo è costituito dall’attuazione delle innovazioni necessarie allo sviluppo ed in particolare delle nuove modalità operative e dell’introduzione di nuovi strumenti innovativi e altamente tecnologici. L’impatto economico della digitalizzazione dei processi risulta essere ampiamente descritto dalla società, la quale propone stime relative all’impatto economico di tale progettualità sul capex cumulato del piano.

Inoltre, Terna, contrariamente a quanto proposto da Eni, pone l’accento in modo molto più marcato sugli obiettivi non prettamente economici che risultano declinati in un’apposita area del piano industriale ad essi dedicata nella quale la società espone in modo preciso e puntuale quali siano i principali key performance indicator (KPI) aziendali oggetto di valutazione.

Riassumendo quanto descritto in merito all’Action Plan dei piani industriali proposti dalle società alla luce del piano industriale benchmark redatto da Borsa Italiana, si dimostra possibile affermare che vi sia una sensibile differenza relativamente alle modalità di redazione di quest’area del documento da parte delle realtà oggetto di analisi.

Le tempistiche risultano in entrambi i business plan abbastanza sommarie in quanto presentano una declinazione precisa degli obiettivi a medio e lungo termine, ma non forniscono un reale piano di lavoro con scadenze precise in merito al completamento delle attività intermedie. D’altro canto, Eni si dimostra più analitica circa la descrizione delle azioni programmate e dei manager di esse responsabili, fornendo quantomeno indicazione circa il ruolo di responsabilità delle due divisioni di business.

L’impatto economico e finanziario generato dagli investimenti necessari, le modalità di finanziamento di cui si stima l’adozione e le conseguenti fonti di ricavo stimate risultano dettagliate in modo leggermente differente dalle due società. Entrambe forniscono una declinazione esaustiva delle modalità di finanziamento e dei ricavi stimati, ma Eni si dimostra

molto più analitica nella presentazione delle scelte afferenti alle fonti di finanziamento e nell'esposizione delle possibili dinamiche stimate alla base della generazione di ricavi, anche alla luce della presentazione di un'analisi di sensitività.

L'impatto organizzativo risulta essere esposto abbastanza coerentemente all'interno dei documenti, anche se la presentazione assume una diversa connotazione a causa dei differenti modelli di business adottati dalle società. Eni adotta una strategia basata sulla divisione delle attività per business group paralleli, mentre Terna pone al centro una delle unità di business ponendo esplicitamente in secondo piano le altre. Nonostante tali approcci apparentemente contrastanti, ambedue le realtà risultano essere piuttosto analitiche nella spiegazione delle nuove modalità operative necessarie allo sviluppo del piano proposto. Nel dettaglio, Terna si dimostra maggiormente esaustiva nella declinazione delle progettualità relative alle nuove modalità operative. Inoltre, le due aziende analizzano con modalità sostanzialmente molto simili le proprie scelte in materia di organizzazione delle attività descrivendo dettagliatamente le politiche di internalizzazione ed esternalizzazione dei processi.

Infine, un ulteriore elemento comune ai due piani industriali è rappresentato dalla sostanziale mancanza di qualsivoglia riferimento a possibili condizioni o vincoli all'attuazione del piano industriale, infatti entrambe le realtà trattano in modo sommario tale tematica. Da un lato Eni si limita a presentare un'analisi di sensitività in grado di simulare solamente una possibile fluttuazione dei ricavi stimati all'interno del settore upstream, mentre Terna declina esclusivamente la propria capacità di veicolare con diverse velocità le risorse finanziarie e organizzative fra le progettualità in essere al fine di fornire un impulso maggiore a quelle la cui realizzazione risulti di volta in volta meno difficoltosa.

Traendo le conclusioni di quanto esposto in merito agli Action Plan presentati, è possibile affermare che anche questa area del piano si dimostri complessivamente più dettagliata da parte di Eni, ma che l'esposizione di Terna risulti comunque esaustiva al fine della comprensione delle politiche di business che l'azienda intende attuare e i conseguenti impatti economici e finanziari delle stesse sulle dinamiche aziendali.

#### **4.1.5 LE IPOTESI E I DATI FINANZIARI PROSPETTICI**

L'ultima area del piano industriale di cui è necessario approfondire la valutazione è relativa alle ipotesi finanziarie e ai dati finanziari prospettici.

La presentazione della strategia finanziaria di Eni risulta essere, come è già stato possibile riscontrare nel corso dell'analisi del piano, molto dettagliata e precisa. La società individua quali obiettivi principali il consolidamento dello stato patrimoniale e la riduzione della leva. Al fine di conseguire tali target, come già analizzato all'interno della componente afferente alla declinazione dell'operatività del piano, annuncia una serie di obiettivi secondari utili alla realizzazione di quanto inizialmente prefissato e relativi alla creazione di un piano di investimenti flessibile e basato sulla cosiddetta crescita selettiva, alla gestione attiva e dinamica del portafoglio comprensiva di operazioni di acquisizione e cessione finalizzate alla trasformazione positiva dello stesso, alle nuove combinazioni di business finalizzate alla concentrazione e alla massimizzazione della crescita, ai nuovi strumenti finanziari collegati alla realizzazione della strategia con una forte connessione della distribuzione ai Key Performance Indicator (KPI) aziendali e alla nuova politica di remunerazione progressiva e competitiva.

Inoltre, la società presenta in modo analitico la possibile politica di ristrutturazione del budget del piano alla luce delle scelte di investimento declinate nel corso del documento e ribadisce la necessità di perseguire principalmente progettualità caratterizzate da una forte componente di flessibilità.

Eni pone particolare attenzione al tasso di rendimento interno (IRR) quale principale strumento di valutazione dei progetti in essere durante il piano, al quale viene affiancata un'attenta analisi del tasso di rendimento del capitale investito (ROCE) e dei capex afferenti alle singole Strategic Business Unit (SBU), nonché ai relativi free cash flow cumulati nel corso del business plan.

Infine, la società descrive in modo molto preciso la politica distributiva proposta, la quale presenta importanti elementi migliorativi rispetto alla precedente richiedendo un prezzo del Brent inferiore sia al fine della distribuzione del dividendo base, sia per l'avviamento della procedura di buyback.

D'altro canto, la strategia finanziaria presentata all'interno del business plan di Terna è focalizzata in merito ad un forte incremento degli investimenti volti al miglioramento del sistema infrastrutturale attuato mediante il mantenimento di una struttura finanziaria solida e sostenibile, anche per mezzo di eventuali azioni prudenti sul fronte del debito.

Inoltre, la società non propone importanti mutazioni nella guidance rispetto al piano precedente e concentra la propria analisi dell'impatto finanziario del business plan su importanti indicatori quali l'EBITDA e il tasso di crescita medio annuo (CAGR), ponendo l'accento su importanti obiettivi afferenti al livello di rating, al costo del debito e al conseguente rapporto fra il valore debito netto e quello degli asset regolati (RAB).

Infine, anche Terna ipotizza un miglioramento della propria politica distributiva caratterizzata da un importante aumento del tasso di crescita medio annuo del dividendo per azione e da un payout associato a un dividendo minimo garantito nelle ultime annualità del piano.

Complessivamente, ripercorrendo l'area relativa alle ipotesi finanziarie e ai dati finanziari prospettici del piano industriale benchmark, è possibile riscontrare una maggior accuratezza espositiva da parte di Eni, in particolare in merito alla descrizione del modello economico utilizzato e delle ipotesi poste alla base dei dati previsionali economici, patrimoniali e finanziari. Nel dettaglio, Eni informa anche circa la possibilità di operazioni afferenti alla propria struttura di gruppo, analizzando pubblicamente l'impatto di possibili cessioni o acquisizioni di nuove aziende ritenute strategiche o di doverose revisioni del proprio portafoglio. Inoltre, la società, contrariamente a Terna, fornisce dati molto precisi circa il modello di stima utilizzato per la formulazione delle ipotesi relative ai possibili ricavi generati dalla principale fonte di reddito, ovvero il settore upstream.

D'altro canto, risulta essere comune ad entrambe le realtà un'esposizione esaustiva delle direttrici di analisi dei risultati gestionali e dell'andamento dei principali key value driver, mentre ambedue non pongono un particolare accento in merito ai possibili aspetti critici da evidenziare.

Infine, è riscontrabile un'importante differenza circa la presentazione di un'accurata analisi di sensitività che risulta essere redatta da Eni, anche se esclusivamente per quanto di competenza del settore upstream, mentre si dimostra totalmente assente nel piano elaborato da Terna.

Alla luce dell'analisi proposta, è complessivamente asseribile che sia possibile riscontrare una maggiore completezza nei dati finanziari elaborati da Eni, mentre Terna dimostra, come già riscontrato nel corso dell'intero piano proposto, una forte chiarezza nella declinazione delle idee poste alla base della progettualità, ma sembra preferire la veicolazione di una presentazione meno dettagliata.

#### **4.2 LA DUE DILIGENCE DEI PIANI INDUSTRIALI PROPOSTI**

La due diligence relativa ai piani industriali proposti è costituita dall'insieme delle verifiche che si dimostrano necessarie al fine della valutazione del business plan presentato e verte principalmente su tre aree delle quali si ritiene fondamentale il controllo: i requisiti, la sostenibilità organizzativa e l'attinenza allo schema standard.



#### **4.2.1 L'ANALISI DEI REQUISITI**

L'analisi dei requisiti ha il compito di analizzare gli aspetti relativi alla sostenibilità finanziaria, alla coerenza e all'attendibilità dei documenti proposti.

La valutazione della sostenibilità finanziaria dei piani oggetto del presente elaborato inizia prendendo in esame i flussi di cassa ipotizzati e la relativa copertura per mezzo dell'utilizzo di fonti di finanziamento consistenti e affidabili. La valutazione delle ipotesi formulate circa lo sviluppo finanziario delle strategie proposte renderebbe necessaria l'attuazione di un'analisi di sensitività focalizzata sulle possibili fluttuazioni dei valori inerenti all'evoluzione dei fabbisogni di capitale circolante in relazione alle previsioni di vendita, le particolari condizioni contrattualizzate con clienti e fornitori e i cambiamenti necessari all'interno del modello organizzativo e produttivo aziendale. Tale procedura non risulta però totalmente svolta in ambedue le situazioni, infatti Eni espone un'analisi di sensitività focalizzata sul free cash flow del business group "Natural Resources" nella quale risulta variabile solo il prezzo del Brent, fondamentale per la determinazione dei ricavi derivanti dal settore upstream, mentre d'altro canto, Terna non propone alcun accenno a possibili valutazioni circa potenziali analisi di sensitività. Tuttavia, nonostante questa iniziale mancanza, entrambe le società e in particolare Eni, descrivono con sufficiente chiarezza l'impatto ipotizzato dai piani proposti sui flussi finanziari stimati.

L'analisi della presenza di un equilibrio tra la tipologia di fonti di finanziamento, la reperibilità delle stesse e la quantità di impegni sottoscritti si dimostra ampiamente positiva in entrambe le progettualità, infatti tale peculiarità è particolarmente rilevante grazie all'assenza di qualsivoglia fenomeno di necessità circa il ripetuto ricorso ai mercati azionari durante l'arco temporale del piano.

Inoltre, si ritiene superfluo l'esame dell'impatto di quelle operazioni complesse che non risultino totalmente chiare o che si discostino sensibilmente dal business aziendale in quanto ambedue le società propongono piani i cui obiettivi e le cui articolazioni operative e finanziarie si dimostrano essere ampiamente in linea con i business e le modalità operative già perseguiti e utilizzati dalle stesse.

Infine, la disamina del requisito di sostenibilità finanziaria si conclude con la valutazione positiva delle relazioni finanziarie esistenti o stimate fra l'impresa redattrice del piano e altre società appartenenti allo stesso gruppo, collegate o partecipate che risultano ben declinate, soprattutto in merito alla gestione dei business aziendali e delle integrazioni di business adottate dai gruppi.

Successivamente all'analisi del requisito di sostenibilità finanziaria, la valutazione del principio di coerenza si concentra sulla cosiddetta coerenza "interna" e sulla realizzabilità dell'Action Plan.

La disanima della coerenza interna fornisce un risultato largamente soddisfacente per le due società, in quanto si verifica la presenza di un totale allineamento fra tutte le aree del business plan: la strategia realizzata, le intenzioni strategiche, l'Action Plan e i dati finanziari previsionali.

Inoltre, quanto esposto nell'Action Plan si dimostra coerente con le progettualità delineate all'interno delle intenzioni strategiche e con i dati previsionali stimati e realizzabile alla luce delle modalità operative enunciate, ovvero le stime proposte circa le linee operative delineate risultano largamente allineate con la realtà della situazione aziendale.

In relazione a tale situazione valutativa, un elemento distintivo dell'esposizione effettuata da Eni rispetto a quella presentata da Terna risulta essere costituito dalla definizione chiara ed esaustiva della propria dotazione di risorse operative e della possibile evoluzione della stessa.

D'altro canto, entrambe le società propongono precise, seppur differenti, esposizioni circa realistiche previsioni in merito alla generazione dei ricavi, mentre non pongono particolare attenzione alle tempistiche afferenti all'adozione delle strategie nel breve periodo, concentrando la definizione delle stesse nel medio e lungo termine.

Inoltre, ambedue le realtà non sembrano curare particolarmente la trattazione dei cosiddetti aspetti critici, probabilmente a causa della mancata intenzione da parte di entrambe di prevedere l'entrata in nuove aree strategiche d'affari o in business concentrati in aree geografiche in cui le aziende non risultino ancora operative.

Successivamente all'analisi avente risultato positivo circa i requisiti di sostenibilità finanziaria e di coerenza, la valutazione del requisito di attendibilità è volto a dimostrare la sussistenza di compatibilità fra i piani proposti e le dinamiche del contesto competitivo in cui si trovano ad agire le società, la confrontabilità dei dati stimati con i dati storici e la visibilità dei dati previsionali.

In questa fase dell'analisi emerge nuovamente la mancanza di approfondite analisi di sensitività, mentre la valutazione delle stime relative alla domanda di mercato, alla gestione dell'immissione nel mercato di nuovi prodotti o servizi, all'analisi degli altri attori operanti nel mercato, ovvero i competitor, i clienti, i fornitori e i distributori, nonché all'evoluzione del contesto tecnologico in cui compete l'impresa presenta risultati ben diversi per le due società,

infatti nel business plan redatto da Eni, contrariamente a quanto presente in quello elaborato da Terna, è riscontrabile una certa attenzione alla valutazione della domanda e alla gestione dell'immissione di nuovi prodotti o servizi, in particolare all'interno della spiegazione delle progettualità relative al business group "Energy Evolution".

Inoltre, entrambi i documenti programmatici dimostrano un'importante attinenza ai dati storici e presentano un'attenta analisi dell'impatto economico e finanziario conseguente alla crisi globale generata dallo scoppio della pandemia da Covid-19.

Infine, i piani industriali proposti, in particolare quello elaborato da Eni, consentono di riscontrare una buona visibilità dei dati previsionali, ovvero si dimostrano efficaci nella dimostrazione che quanto previsto circa le intenzioni strategiche, il conseguente andamento dell'attività gestionale e i risultati attesi da essa derivanti si stia realmente concretizzando o sia quantomeno realisticamente realizzabile nei tempi previsti.

#### **4.2.2 L'ANALISI DELLA SOSTENIBILITÀ ORGANIZZATIVA**

L'analisi relativa alla sostenibilità organizzativa, strettamente connessa alla valutazione effettuata circa i requisiti utilizzati durante la redazione dei documenti ed eseguibile solo conseguentemente al completamento con esito soddisfacente della prima, è principalmente focalizzata sulla verifica in merito alla sussistenza di coerenza tra intenzioni strategiche e azioni organizzative, alla realizzabilità dell'Action Plan in relazione alla dotazione di risorse aziendali presenti e prospettive, alla consequenzialità in essere fra l'adozione delle linee operative ipotizzate e ai dati previsionali stimati e alla conseguente stima dei flussi di cassa generati.

L'analisi circa la sussistenza di una forte coerenza fra le intenzioni strategiche, la struttura organizzativa, il Business Model e i principali processi produttivi e organizzativi adottati dall'impresa è verificabile positivamente in entrambi i piani grazie al riscontro dell'assenza di anomalie afferenti alla gestione di particolari situazioni che potrebbero minare la sostenibilità organizzativa del piano industriale.

La componente innovativa dei piani industriali proposti, relativa alle sole modalità di azione e non alle aree geografiche di esecuzione dei processi, è rilevabile principalmente nel business plan di Eni in quanto l'azienda annuncia la volontà di effettuare una profonda revisione del portafoglio dei prodotti o dei servizi, degli asset e, coerentemente con quanto previsto da Terna, delle metodologie operative al fine di conseguire il miglioramento dell'efficienza del modello di produzione e commercializzazione adottato. Nonostante la veicolazione delle intenzioni in

materia di innovazione, le metodologie operative ad esse relative non risultano declinate in modo esaustivo, particolarmente a causa dell'assenza di qualsivoglia informazione in merito al cosiddetto albero dei processi, alla definizione di precisi ruoli e responsabilità e alla puntuale allocazione delle risorse presenti e future. Pertanto, alla luce di quanto esposto, è asseribile che le importanti innovazioni afferenti ai processi organizzativi risultino analizzate in modo sufficiente, ma sommario.

Inoltre, in entrambi i documenti non risulta possibile riscontrare l'esistenza di un sistema remunerativo di rewarding basato sul collegamento di potenziali incentivi salariali ai principali key value driver, liabilities verso i quadri dirigenziali, eventuali costi, compresi quelli relativi a possibili uscite, accordi di stock option e l'esistenza di contratti aziendali che potrebbero vincolare le decisioni future dell'azienda mettendo così in discussione la reale operatività del piano industriale proposto. Nonostante l'assenza di tali aspetti all'interno dei business plan oggetto di analisi, è doveroso sottolineare come entrambi i gruppi adottino politiche di remunerazione sulle quali risulti molto considerevole la componente variabile correlata al raggiungimento dei target aziendali, economici e non.

#### **4.2.3 L'ANALISI DELL'ATTINENZA ALLO SCHEMA STANDARD**

L'ultima fase di verifica relativa alla correttezza del piano industriale proposto è afferente ad un'analisi formale globale dello schema utilizzato per la redazione del documento programmatico.

Sebbene le due realtà adottino schemi di presentazione diversi fra loro e apparentemente lontani dal piano industriale benchmark, si dimostrano entrambi in grado di proporre tutti gli elementi cardine citati nello schema redatto da Borsa Italiana, ad eccezione dell'area iniziale relativa all'Executive Summary.

Infine, risulta fondamentale sottolineare come ambedue i documenti risultino ampiamente esaustivi in tutte le proprie parti e non commettano il comune errore di concentrare le informazioni proposte sulla declinazione delle intenzioni strategiche e sulla presentazione dei dati finanziari prospettici, tralasciando la strategia realizzata e l'Action Plan.

## CONCLUSIONE

L'elaborato ha consentito di conoscere la storia, il modello di governance, le strutture di business e l'andamento dei risultati finanziari dei gruppi industriali presentati, nonché le progettualità da essi ipotizzate per le prossime annualità.

Come è stato possibile analizzare nel corso del *Capitolo 4*, Eni SPA e Terna SPA utilizzano approcci molto diversi in merito alla redazione e alla comunicazione dei rispettivi documenti programmatici, ma nonostante ciò risulta possibile evidenziare importanti analogie fra i business plan proposti.

In primo luogo è riscontrabile un'attenzione comune ad un bene superiore rappresentato dalla veicolazione di tutte le attività verso l'attuazione delle stesse con modalità e finalità sostenibili, al fine di raggiungere importanti obiettivi ambientali dettati dalle Autorità, dai governi nazionali fino agli organismi sovranazionali fra i quali spiccano le Nazioni Unite.

Parallelamente alla comune attenzione alle tematiche afferenti alla sostenibilità delle proprie attività, le principali analogie possono essere rilevate nella decisione di omettere la presentazione dell'area riguardante l'Executive Summary, nell'attenta definizione degli scenari competitivi in cui i gruppi si trovano ad operare, nella chiarezza espositiva delle idee poste alla base della pianificazione delle strategie e nell'intenzione comune di informare puntualmente circa i risultati finanziari attesi.

D'altro canto, i piani industriali proposti risultano sensibilmente differenti in molti altri aspetti quali le modalità di presentazione e veicolazione delle informazioni, la precisione utilizzata in merito alla descrizione della risposta alla crisi pandemica, l'accuratezza nella declinazione delle strategie operative e le tecniche di esposizione delle strategie finanziarie e delle politiche di remunerazione.

Alla luce di quanto esposto nel corso dell'elaborato è asseribile che il piano industriale redatto da Eni SPA risulti complessivamente più dettagliato in quanto maggiormente corredato da importanti precisazioni, riguardanti le strategie ipotizzate e i risultati stimati, fornite dal gruppo dirigenziale, in particolare durante l'importante sessione di Questions&Answers tenutasi durante la presentazione del documento. D'altro canto, Terna SPA, nonostante una presentazione dichiaratamente meno dettagliata, garantisce una forte chiarezza nella declinazione delle idee e delle strutture operative poste alla base dell'attività svolta e di quella programmata per il prossimo futuro, nonché dei risultati attesi di natura operativa e finanziaria.

## **Bibliografia**

A. Panizza (2020) - *Piano industriale: uno strumento imprescindibile per il controllo dell'attività d'impresa* - IPSOA

A. Bubbio, M. Boella, P. Aimino, P. Maiorana, G. Matrone, E. Toffanin, N. Visciano, F. Ceppi, M. Sciascia, M. Cossutta, F. Alberton, J. Frysztacki (2011) - *Guida al Sistema di controllo di gestione* – Borsa Italiana

Borsa Italiana SPA (2006) - *Le intenzioni del management*

Borsa Italiana SPA (2020) - *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*

C. Ostinelli, *La mappatura e l'analisi dei processi gestionali: al cuore dell'Activity-Based Management*

Eni SPA (2021) – *ENI ACCELERA LA TRASFORMAZIONE - Piano strategico 2021-2024: verso l'obiettivo zero emissioni*

Eni SPA (2020) – *Le riunioni e le attività del Comitato Controllo e Rischi*

Eni SPA (2020) – *Le riunioni e le attività del Comitato per le Nomine*

Eni SPA (2020) – *Le riunioni e le attività del Comitato Remunerazione*

Eni SPA (2020) – *Le riunioni e le attività del Comitato Sostenibilità e Scenari*

Eni SPA (2020) – *Regolamento del Comitato Controllo e Rischi*

Eni SPA (2020) – *Regolamento del Comitato per le Nomine*

Eni SPA (2020) – *Regolamento del Comitato Remunerazione*

Eni SPA (2020) – *Regolamento del Comitato Sostenibilità e Scenari*

Eni SPA (2021) – *Relazione finanziaria anno 2020*

Eni SPA (2021) – *Relazione sulla Politica in materia di Remunerazione e sui compensi corrisposti*

Eni SPA (2021) – *Relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2021*

Eni SPA (2021) – *Risultati del terzo trimestre e dei nove mesi 2021*

Gruppo di Lavoro Area Finanza Aziendale, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili - *Linee guida alla redazione del business plan*

L. Lombardo, N. Visciano, A. Scremin, G. Vesin, R. Colasurdo, G. Gianfrate, G. Albanese, F. Calvi Parisetti, P. Mazzola, G. Marchisio (2003), *Guida al piano industriale* – Borsa Italiana

N. Visciano, A. Scremin, S. Albani, G. Vesin, R. Colasurdo, G. Gianfrate (2004), *Società del settore consumer durables* – Borsa Italiana

N. Visciano, A. Scremin, S. Albani, G. Vesin, R. Colasurdo, G. Gianfrate (2004), *Società del settore costruzioni* – Borsa Italiana

N. Visciano, A. Scremin, S. Albani, G. Vesin, R. Colasurdo, G. Gianfrate (2004), *Società del settore luxury* – Borsa Italiana

Terna SPA (2020): *Approvato il piano industriale 2021-2025*

Terna SPA (2021) – *Approvati risultati al 30 settembre 2021*

Terna SPA (2021) – *Rapporto integrato – Relazione finanziaria annuale*

Terna SPA (2021) – *Relazione sulla Politica di Remunerazione e sui compensi corrisposti*

Terna SPA (2021) – *Relazione finanziaria semestrale*

## **Sitografia**

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.commercialisti.it>

<https://www.eni.com>

<https://www.terna.it>

<https://it.wikipedia.org>