

Acea Ato 2

Analisi finanziaria e valutazione

*Audizione Commissione Ambiente
Roma, 10 gennaio 2019*

Premessa

- **Merian Research** e lo **Studio Lillia Cafaro** hanno effettuato tre analisi finanziarie su tre gestori italiani del Servizio Idrico Integrato.
- Le analisi hanno valutato la possibilità di ripubblicizzare i tre gestori dal punto di vista esclusivamente finanziario.
- Le analisi hanno riguardato: **Acea Ato 2 SpA** (marzo/giugno 2017); **Tea Acque Srl** (ottobre 2017) e **Acea Ato 5 SpA** (aprile 2018).

Risultati delle analisi

- Le analisi hanno dimostrato che:
- l'ingresso di **investitori privati** nella gestione delle risorse idriche avuto, in alcuni casi, **conseguenze negative** sulla sostenibilità finanziaria delle imprese concessionarie.
- ripubblicizzare è possibile **senza costi eccessivi** per le casse pubbliche.

Il caso Acea Ato 2

- **Acea Ato 2 Spa** è controllata da Acea Spa (96,46%) e dal Comune di Roma (3,54%). Sono presenti come azionisti i 110 comuni dell'Ato 2, ognuno con un'azione del valore di 10 euro (<0,005% del totale).
- **Acea Spa** è controllata per il 51% dal Comune di Roma. Il rimanente 49%, disponibile alla contrattazione in borsa (flottante) è controllato da: Suez Italia (23,3%), Gruppo Caltagirone (5%) e, per il rimanente 20,7%, da azionisti con quote di partecipazione inferiori al 2%.

Conto Economico

- Negli ultimi cinque anni Acea Ato 2 ha avuto **risultati stabilmente positivi** con un utile netto superiore ai 70 milioni di euro negli ultimi quattro anni e ricavi (il 90% dei quali dalla gestione del servizio idrico) in crescita.
- I ricavi dalla gestione del servizio idrico si riferiscono ad attività regolamentate al 100% e sono saliti in seguito a **un aumento delle tariffe**.

Conto Economico

- **Acea SpA** si comporta nei confronti di **Acea Ato 2 SpA** come una **banca**, applicando commissioni e tassi in linea con quelli del sistema bancario.
- Gli **oneri finanziari** verso Acea SpA in conto economico si spiegano con **gli interessi passivi** che Acea Ato 2 paga sui crediti concessi da Acea SpA attraverso **due linee di finanziamento** (servizio di tesoreria inter-societaria). Tali oneri sono saliti del 38,83% dal 2011 al 2015, assestandosi intorno ai **30 milioni di euro** negli ultimi due anni.

Conto Economico

- Acea Ato 2 **distribuisce quasi interamente il suo utile netto ad Acea SpA** (nella tabella il periodo 2015-2011; 68% nel 2016), per poi ottenere dalla stessa Acea SpA dei finanziamenti su cui paga un tasso di interesse a condizioni di mercato, in base al vigente rapporto di finanza inter-societaria.

Dividendo pagato agli azionisti	66,07	73,87	60,99	70,67	48,37
Dividendo azionisti in % all'utile	93%	95%	81%	96%	100%

Conto Economico

- Il dividendo pagato da Acea Ato 2 ad Acea SpA ha un'incidenza significativa sul risultato consolidato ante imposte di Acea SpA.
- In media, negli ultimi cinque anni, Acea Ato 2 ha contribuito per il 26,63% all'utile ante imposte del gruppo Acea (18,93% nel 2016)

INCIDENZA DIVIDENDI	2015	2014	2013	2012	2011
Risultato ante imposte di Acea SpA	296,4	289,8	259,2	174,1	159,1
Dividendo da Acea Ato 2	71,26	58,83	68,17	46,65	56,87
Incidenza del dividendo di Acea Ato 2	24,04%	20,30%	26,30%	26,79%	35,74%

Stato patrimoniale - Attivo

- L'analisi delle voci dell'attivo dal 2011 al 2015 evidenzia l'**assenza di disponibilità liquide**, dovuta al fatto che la liquidità è gestita all'interno del rapporto di finanza inter-societaria tra Acea SpA e Acea Ato 2 e quindi non sono presenti conti correnti presso banche.

Stato patrimoniale - Attivo

INVESTIMENTI	2015	2014	2013	2012	Totale 2012-2015
Investimenti imm.	30,58	14,49	2,56	2,08	49,71
Investimenti materiali	152,07	123,23	117,11	134,71	527,12
Totale investimenti	182,65	137,72	119,67	136,79	576,83
Investimenti previsti*	284,29	276,21	189,27	202,03	951,8
Investimenti non realizzati	101,64	138,49	69,6	65,24	374,97

- All'interno del bilancio 2012 di Acea Ato 2 SpA si specifica che, nel periodo 2012-2015, si sarebbero dovuti effettuare **investimenti** pari a **951,8 milioni di euro**. In realtà, nello stesso periodo, gli investimenti effettuati in totale sono stati pari a **576,83 milioni di euro** (374,97 milioni di euro **in meno del previsto**).

Stato patrimoniale - Attivo

- Fino al 2011 è stata assicurata agli azionisti una remunerazione del capitale investito pari al 7%. Tale **remunerazione garantita** è stata **cancellata** dalla conferenza dei sindaci dell'aprile 2012, che ha recepito l'esito del **referendum** del 2011.
- La cancellazione della remunerazione garantita si è accompagnata ad un **aumento delle tariffe**, giustificato da **un aumento degli investimenti programmati** nel periodo 2012-2015. In realtà tali investimenti **non** sono stati **effettuati** (o sono stati effettuati solo in parte).

Stato patrimoniale - Attivo

- Nei fatti, quindi, la **cancellazione della remunerazione garantita** al 7% ha portato a **un aumento della remunerazione** del capitale investito dagli azionisti dal 7% a circa il **10%** nel periodo 2012-2015 (**12%** nel 2016).
- Infatti, se si fossero realizzati tutti gli investimenti, i relativi ammortamenti avrebbero portato a una diminuzione dell'utile e quindi della redditività del capitale nel periodo considerato.

Stato patrimoniale - Passivo

- Visto che distribuisce quasi tutto il suo utile agli azionisti, **Acea Ato 2 Spa non è in grado di far fronte** in modo autonomo al **rimborso dei debiti** nel breve/medio periodo e risulta essere dipendente dalla linea di credito intercompany con la controllante Acea Spa.
- L'utile di Acea Ato 2 (70,70 milioni di euro nel 2015) viene costantemente distribuito ad Acea Holding, che lo presta poi ad Acea Ato 2 tramite la linea di credito intercompany. Quindi Acea Ato 2 finisce per **pagare interessi sul suo stesso utile**, incamerato da Acea Spa come dividendo e concesso poi ad Acea Ato 2 Spa come prestito.

Stato patrimoniale - Passivo

PASSIVITA' (in milioni di euro)	2015	2014	2013	2012	2011
Debiti verso clienti, utenti e fornitori	222,61	197,55	167,49	183,89	184,88
Debiti verso Acea SpA	474,56	789,63	674,03	589,98	432,11
Debiti verso Roma Capitale	105,62	78,01	51,44	23,93	48,39
E) DEBITI A BREVE TERMINE	990,01	1.260,87	1.044,62	975,05	819,08
F) FONDI RISCHI E SPESE FUTURE	15,05	10,66	15,37	17,83	21,73
G) DEBITI A MEDIO TERMINE	74,47	73,39	75,64	76,76	78,63
Capitale	362,83	362,83	362,83	362,83	362,83
Riserve	292,70	288,79	274,92	272,20	272,16
Utili d'esercizio	70,70	77,78	74,86	73,39	48,40
H) PATRIMONIO NETTO	726,24	729,41	712,62	708,43	683,40
E+F+G+H TOTALE PASSIVO	1.805,79	2.074,33	1.848,26	1.778,06	1.602,84

Analisi reddituale

- Acea Ato 2 ha un livello di redditività buono e molto stabile, dato che opera in un mercato completamente regolamentato. Il **ROE** (return on equity, remunerazione del capitale investito), dato dal rapporto tra l'utile e il patrimonio netto, è stato pari in media al **10,31%** nel periodo 2012-2015, mentre nel 2011 era pari al **7,08%**.

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Utile	70,70	77,78	74,86	73,39	48,40
Patrimonio netto	726,24	729,41	712,62	708,43	683,40
ROE	9,74%	10,66%	10,50%	10,36%	7,08%

Valutazione di Acea Ato 2 SpA

- E' stata effettuata una valutazione di Acea Ato 2 Spa con **due metodi**: a) il metodo **misto patrimoniale-reddituale**; b) il **metodo DCF** (discounted cash flow, in base ai flussi di cassa scontati).
- Si è formulata un'ipotesi di ripubblicizzazione a partire da un valore calcolato come media tra i risultati dei due metodi utilizzati e pari a **821,60 milioni di euro** (al lordo dei debiti).

Valutazione di Acea Ato 2 SpA

Posizione finanziaria netta di Acea Ato 2 SpA al 31 dicembre 2016	
+ Immobilizzazioni finanziarie	5,57
+ Attivo circolante	392,59
- Debiti	1187,644
- Ratei e risconti passivi	35,61
- TFR	16,11
- Fondo rischi e oneri	14,04
Posizione finanziaria netta	-855,244
Valore stimato dell'azienda*	821,60
Valore stimato - Posizione finanziaria netta	-33,64

Valutazione di Acea Ato 2 SpA

- La **posizione finanziaria netta** di Acea Ato 2, a causa del **peso dei debiti** (in particolare verso Acea SpA), era negativa per 855,244 milioni di euro al 31 dicembre 2016.
- Se si sottrae al valore stimato di Acea Ato 2 (821,60 milioni di euro) la posizione finanziaria netta (-855,244 milioni di euro) si ottiene il **valore attuale delle quote** di Acea Ato 2, che è pari a **-33,64 milioni di euro**.

Valutazione di Acea Ato 2 SpA

- Quindi Acea Ato 2 SpA potrebbe essere **ceduta da Acea SpA** per **un valore simbolico** mantenendo i debiti all'interno della società.
- Una volta ripubblicizzata, Acea Ato 2 dovrebbe definire **un piano di rientro dai debiti con i creditori** (in particolare con Acea SpA). Dato che l'utile non sarebbe distribuito ad Acea SpA ma rimarrebbe nelle disponibilità di Acea Ato 2, si può ipotizzare un piano di rientro dai debiti della durata di 15 anni. Le rate del debito sarebbero coperte dall'utile annuo, che al momento è quasi interamente distribuito ad Acea SpA.

15 miliardi per ripubblicizzare?

- **Utilitalia** in una precedente audizione ha stimato in circa 15 miliardi di euro i costi *una tantum*, per le casse pubbliche, per la ripubblicizzazione dei gestori del servizio idrico integrato.
- Tale stima, come si deduce dalla relativa memoria depositata, si basa su valutazione che **non fanno riferimento ad analisi specifiche**.
- Un'analisi *ad hoc*, "più puntuale", sarebbe stata commissionata ad una "società specializzata nel campo" ma non sarebbe ancora disponibile.

15 miliardi per ripubblicizzare?

- **Utilitalia** sostiene che: il valore dell'insieme degli asset usati per erogare il servizio (idrico integrato) o RAB (Regulatory Asset Base) sarebbe "previsto pari a circa 19 MLD€ alla fine del 2019 (fonte: ARERA)
- Circa la metà di questa somma sarebbe finanziata con capitale di debito e metà con capitale proprio (fonte: Utilitalia/Utilitatis).
- Secondo Utilitalia, per quanto riguarda il capitale di debito, le banche e i sottoscrittori dei bond avrebbero il diritto di richiedere il rimborso del capitale di debito non appena si avvierà il processo di ripubblicizzazione.
- Questo genererebbe nell'immediato un fabbisogno di cassa per il rimborso del e lo Stato quindi avrebbe quindi la necessità di finanziare fino a **9,5 MLD€** circa.

15 miliardi per ripubblicizzare?

- Questo, a nostro parere, non sarebbe automatico ma dipenderebbe dalle **modalità** con le quali si avvierebbe la ripubblicizzazione.
- Se si pensasse a una **transizione verso una società privata** a totale capitale pubblico, il rimborso immediato dei debiti non sarebbe necessario.

15 miliardi per ripubblicizzare?

- **Utilitalia** sostiene inoltre che, per quanto riguarda il capitale proprio, "si deve considerare che le società miste ne detengono circa il 50%. Pertanto il valore della RAB in capo a società miste che andrebbe riacquisito dagli enti territoriali potrebbe ammontare a circa 5 MLD€.
- Questo secondo aspetto è molto discutibile in quanto non sono esplicitati i modelli in base ai quali è stato calcolato il RAB. I **5 MLD€** indicati sono quindi, a nostro parere, **un dato aleatorio**.
- Il caso di Acea Ato 2, per esempio, dimostra come l'impresa sia largamente dipendente dal debito per finanziare gli investimenti e quindi il valore netto attualizzato dell'azienda sarebbe in realtà **negativo**.

15 miliardi per ripubblicizzare?

- In generale riteniamo che ogni società che gestisce il Servizio Idrico Integrato nelle varie regioni italiane sia **un caso a sé stante** e debba essere analizzato come tale
- Da un punto di vista tecnico, riteniamo che **non abbiano fondamento** analisi, come quella di Utilitalia, che traggono conclusioni generali senza considerare i singoli casi.