

AceaAto 2

ipotesi di ripubblicizzazione

JonataCafaro
Studio Lillia
[+39 348 921 83 76](tel:+393489218376)
jonata.Cafaro@studiolillia.it

DaniloLillia
Studio Lillia
[+39 335 625 30 12](tel:+393356253012)
danilo.lillia@studiolillia.it

MauroMeggiolaro
Merian Research
+39 339 191 20 84
mm@merian-research.com

Como, 2 Novembre 2012

Indice

Principali conclusioni	pag.3
1. Analisi di AceaAto 2	pag.5
2. Valutazione di AceaAto 2	pag.12
3. Ipotesi di ripubblicizzazione	pag.14

2. AM Holding

NOME FONDO/SGR	TITOLO CONTROVERSO	EUR 000	QUOTA %
AM HOLDING			
Anima SGR	giu-10		
Anima Europa	A2A	1066	0,263
Anima Fondattivo	A2A	263	0,067
Anima Fondo Trading	A2A	549	0,091
Sforzesco	A2A	169	0,013
Visconteo	A2A	338	0,036
totale	Anima SGR	2385	
Prima SGR	giu-10		
Prima Geo Italia	A2A	3963	1,06
	Iride	7284	1,96
	Enia	1640	0,44
Prima Strategia Italia Alto Potenziale	Enia	258	0,49
	Acea	685	1,32
	Hera	418	0,81
Prima Geo Europa PMI	Iride	1087	0,66
	Acea	1084	0,65
totale	Prima SGR	16419	
Prima Funds PLC	giu-10		
totale	Prima Funds PLC	0	
Anima Management Company SA	no documenti		
totale	Anima Management Company SA	0	
Monte SICAV	no documenti		
totale	Monte SICAV	0	
totale	AM HOLDING	18804	

Principali conclusioni

- Acea Ato 2 Spa è controllata da Acea Spa (96,46%) e Roma Capitale (3,54%). Sono presenti come azionisti i comuni dell'Ato 2 e la provincia di Roma con una partecipazione totale dello 0,0003%.
- Acea Spa è controllata per il 51% da Roma Capitale. Il rimanente 49% è flottante quindi disponibile alla negoziazione in borsa. Attualmente il 26,55% è detenuto dal Gruppo Caltagirone e da GDF Suez. Il restante 22,45% è detenuto da azionisti con quote di partecipazione inferiori al 2%.
- **Dal punto di vista della solidità patrimoniale Acea Ato 2 Spa è nella media.** Il 56% degli investimenti a medio-lungo termine è coperto con il capitale della società, quindi con mezzi propri. La società non è sottocapitalizzata e il livello di indebitamento (57%) è sotto controllo, anche se in peggioramento.
- Un punto debole risultano essere i crediti verso clienti che comprendono “fatture da emettere” con un significativo rischio di sofferenza non sufficientemente coperta dal fondo rischi. Un altro punto debole è l'elevata esposizione debitoria nei confronti di un solo creditore: Acea Spa.
- **La situazione finanziaria di Acea Ato 2 Spa è negativa** e caratterizzata da: a) assenza di liquidità; b) capitale circolante netto negativo; c) margine di struttura negativo per 529,187 milioni di euro.
- L'impresa deve ricorrere in modo significativo a **mezzi di terzi** per finanziare le immobilizzazioni e le passività correnti.
- Acea Ato 2 Spa è dipendente da una **linea di credito intercompany** con la controllante Acea Spa. Al 31.12.2011 il debito di Acea Ato 2 Spa era pari a 480,50 milioni di euro (su un totale di debiti di Acea Ato 2 Spa di 844,67 milioni). Il resto del debito è verso fornitori mentre l'esposizione verso le banche è minima (8 milioni di euro).
- Acea Spa si comporta nei confronti di Acea Ato 2 Spa come una banca, prestando denaro a condizioni di mercato e applicando commissioni di affidamento. L'utile di Acea Ato 2 (48,4 milioni di euro nel 2011) viene costantemente distribuito ad Acea Holding, che lo presta ad Acea Ato 2 tramite la linea di credito intercompany.
- Acea Ato 2 Spa è una società con un buon livello di redditività. Il **ROE** è stato pari al **7,62%** nel 2011. Il **ROS** (return on sales) è stato pari al **20,82%** nel 2011.
- Sulla base di un'analisi patrimoniale-reddituale il valore attuale di Acea Ato 2 Spa risulterebbe essere pari a circa **801,279 milioni di euro**.
- In realtà se si immagina di ripubblicizzare Acea Ato 2 Spa si potrebbe ipotizzare di **azzerare il tasso di attualizzazione** del 7%: i redditi futuri della società sarebbero infatti tutti reinvestiti e non sarebbe necessario garantire un rendimento del 7% agli azionisti privati. In tal caso il valore attualizzato di Acea Ato 2 Spa sarebbe pari al semplice valore patrimoniale, al netto delle immobilizzazioni immateriali, e quindi

284,93 milioni di euro. Per rilevare Acea Ato 2 Spa sarebbe necessario riacquistare da Acea Spa il 96,4628% del capitale sociale, pari a **274,857 milioni di euro.**

- Per ripubblicizzare Acea Ato 2 Spa è inoltre necessario sostituire l'attività "bancaria" di Acea Spa con uno o più soggetti che siano in grado di assorbire il debito intercompany che Acea Ato 2 Spa (**480,504 milioni di euro**), allungandone la scadenza (oggi a tre anni).
- Si potrebbe ipotizzare un piano di ammortamento di un finanziamento a 25 anni con la Cassa Depositi e Prestiti al tasso fisso del 5,824% (attualmente applicato dalla Cdp ai comuni per finanziamenti a 25 anni) con un esborso **annuale** per Acea Ato 2 di circa **36,53 milioni di euro** comprensivi di interessi e quota capitale (in questo modo verrebbe ridotto anche lo stock di debito).
- Ipotizzando un investimento annuo obbligatorio di **60,34 milioni di euro** (da convenzione) e un esborso annuale di **36,53 milioni di euro** per ripagare i debiti pregressi (inclusa la quota capitale), Acea Ato 2 Spa dovrebbe prevedere un esborso annuale di **96,87 milioni di euro.**
- Ai tassi di redditività attuali (flusso di cassa 2011 pari a 127 milioni di euro) Acea Ato 2 Spa riuscirebbe a sostenere nuovi investimenti e a ripagare il debito reinvestendo gli utili.
- E' possibile ipotizzare l'emissione di una serie di obbligazioni comunali (BOC) per contribuire a reperire la liquidità necessaria a finanziare gli investimenti obbligatori. Le obbligazioni potrebbero essere emesse con la facoltà per il sottoscrittore di convertire il titolo di credito in azioni di Acea Ato 2 Spa.
- E' da valutare la possibilità (dal punto di vista normativo) di prevedere un'emissione di BOC per investire nella ripubblicizzazione di Acea Ato 2 Spa.

1. Analisi di AceaAto 2

1.1 Gli azionisti di AceaAto 2 Spa

Acea Ato 2 SpA è una società per azioni costituita il 23 novembre del 1999 per la gestione del servizio idrico di Roma e altri 111 comuni nelle province di Roma, (108 comuni) Frosinone (due comuni) e Viterbo (due comuni). Acea Ato 2 Spa ha un capitale sociale di 362,834 milioni di euro. Gli azionisti di **Acea Ato 2 Spa** registrati presso la Camera di Commercio di Roma sono: **Acea SpA** (96,46%) e **Roma Capitale** (3,54%). Sono presenti come azionisti i comuni dell'Ato 2 e le provincia di Roma, ognuno con un'azione del valore di 10 euro. In tutto la partecipazione dei comuni e della provincia di Roma è pari allo 0,0003% del capitale sociale (1080 euro).

Gli azionisti di Acea SpA registrati presso la Camera di Commercio di Roma sono a loro volta:

Roma Capitale (51%);

Gruppo Caltagirone (15,035%);

di cui:

- Fincal Spa (5,785%);
- Viapar Srl (3,3%);
- So. Fi. Cos. Srl (2,687%);
- Finanziaria Italia Spa (1,737%);
- Viafin Srl (1,526%)

Gdf Suez (11,515%);

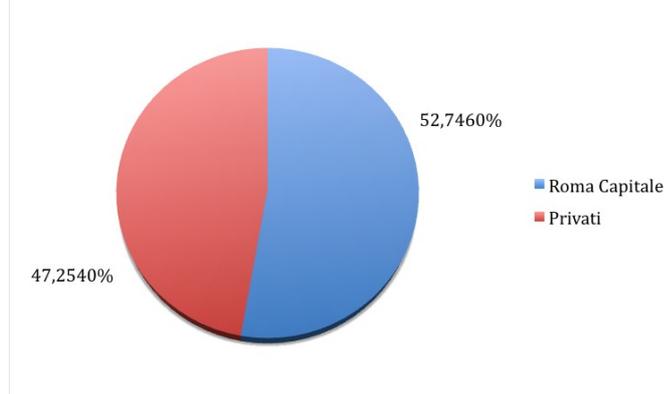
di cui:

- Ondeo Italia Spa (6,524%);
- GDF Suez Energia Italia Spa (4,991%);

Il 51% di Acea Spa è detenuto dal Comune di Roma (Roma Capitale). Il restante 49% è flottante, quindi disponibile alla negoziazione in borsa. Attualmente il 15,035% è detenuto dal Gruppo Caltagirone e l'11,515% dal Gruppo Gdf Suez. Entrambi i gruppi detengono, insieme, il **26,55%**. Il restante **22,45%** è detenuto da azionisti con quote di partecipazione inferiori al 2%.

Roma Capitale detiene il 51% di Acea Spa, che detiene il 96,46% di Acea Ato 2 Spa. Quindi, attraverso Acea Spa detiene il 49,1946% di Acea Ato 2 Spa. Se aggiungiamo la quota che Roma Capitale detiene in proprio (3,54%) si ottiene il **52,7346%**.

Grafico1. Azionisti di AceaAto 2 Spa



Quindi Roma Capitale detiene, direttamente o indirettamente, il **52,7346%** del capitale sociale di Acea Ato 2 Spa, pari a **191,38 milioni di euro**, mentre gli **azionisti privati** detengono (indirettamente) il **47,2540%** del capitale sociale, pari a **171,45 milioni di euro**.

1.2 il bilanci di AceaAto 2 Spa

Il bilancio al 31.12.2011 di Acea Ato 2 Spa ha chiuso con un utile di **48,40 milioni di euro** (62,086 milioni nel 2010, 41,98 milioni nel 2009). Il fatturato è stato pari a **442,34 milioni di euro** (434,78 milioni nel 2010, 417,62 milioni nel 2009). Di seguito sarà analizzata la solidità **patrimoniale, finanziaria ed economica** di Acea Ato 2 in base a una serie di **indici di bilancio**.

1.2.1 Situazione patrimoniale - Indice di autocopertura delle immobilizzazioni

Il rapporto tra patrimonio netto (capitale sociale + altri mezzi propri) e totale delle attività immobilizzate (investimenti a medio-lungo termine) di Acea Ato 2 Spa è pari a **0,56** (indice di autocopertura delle immobilizzazioni) su una scala che può variare da 0 (tutti gli investimenti coperti con mezzi di terzi e quindi con l'indebitamento) e 1 (tutti gli investimenti coperti con mezzi propri, senza indebitarsi).

Ciò significa che il **56% degli investimenti a medio-lungo termine è coperto** con il capitale della società, quindi **con mezzi propri**. Tendenzialmente le immobilizzazioni dovrebbero essere finanziate da mezzi propri o, in alternativa, da crediti a lungo termine. Un valore di equilibrio dell'indicatore dovrebbe posizionarsi vicino all'unità (100%), evidenziando una copertura totale degli immobilizzi con capitale proprio.

Per Acea Ato 2 Spa l'indicatore è vicino al 60%, un **valore sufficiente anche se non ottimale**. Acea Ato 2 Spa - come si vedrà di seguito - copre il restante 44% degli investimenti a medio-lungo termine con debiti a medio termine nei confronti della controllante Acea Spa. Si tratta di debiti a tre anni che vengono poi rinnovati a scadenza.

Vediamo come è calcolato l'indice di autocopertura delle immobilizzazioni facendo riferimento al bilancio di Acea Ato 2 al 31.12.2011:

Il **patrimonio netto** di Acea Ato 2 Spa è costituito da:

- capitale sociale (**362,83 milioni di euro**)
- riserve da conferimento (**236,522 milioni di euro**), si tratta principalmente di immobilizzazioni immateriali (concessione, avviamento) e materiali (terreni e fabbricati,

impianti e macchinari) conferite da Acea Spa al momento della costituzione di Acea Ato 2 Spa nel 1999 (vedi paragrafo 1.4).

- riserva da sovrapprezzo azioni (9,72 milioni di euro)
- riserva legale (25,91 milioni di euro)
- utile dell'esercizio (48,4 milioni di euro)

In totale il **patrimonio netto** di Acea Ato 2 Spa è pari a circa **683,396 milioni di euro**.

Le **attività immobilizzate** di Acea Ato 2 Spa sono costituite da:

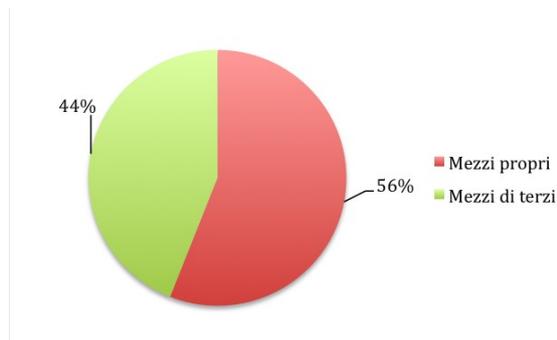
- immobilizzazioni *immateriali* (**398,461** milioni di euro), principalmente concessioni licenze e marchi (**197,964** milioni), avviamento (**165,110** milioni)
- immobilizzazioni *materiali* (**814,076** milioni di euro), principalmente impianti e macchinari (**596,559** milioni di euro).

In totale l'**attivo immobilizzato** di Acea Ato 2 Spa è pari a circa **1.213 milioni di euro**

L'indice di autocopertura delle immobilizzazioni si calcola dividendo il patrimonio netto (683,396 milioni di euro) per l'attivo immobilizzato (1.213 milioni di euro):

$683,96 \text{ milioni di euro} / 1.213 \text{ milioni di euro} = 0,5633$ (o 56,33% degli investimenti coperti da mezzi propri)

Grafico 2 Grado di copertura delle immobilizzazioni (investimenti a medio-lungo termine) con mezzi propri



1.2.2 Situazione patrimoniale - Grado di indipendenza finanziaria

Il Grado di indipendenza finanziaria indica in che percentuale l'attività d'impresa (totale dell'attivo, inclusi i crediti) è garantita da mezzi propri, cioè dal capitale apportato dai soci. E' il rapporto tra patrimonio netto (cioè il capitale più le riserve) e il totale delle attività al netto delle disponibilità liquide. Punto inferiore di guardia è 0,20 (20%) sotto il quale la società è sottocapitalizzata. Per Acea Ato 2 Spa l'indicatore "Grado di indipendenza finanziaria" è pari a **0,43**. Ciò significa che la società non è sottocapitalizzata (e quindi dispone di capitale a sufficienza), anche se non si trova in una situazione ottimale dal punto di vista patrimoniale e finanziario.

Vediamo come è calcolato il grado di indipendenza finanziaria facendo riferimento al bilancio di Acea Ato 2 al 31.12.2011:

Grado di indipendenza finanziaria = patrimonio netto (683,396 milioni di euro) / totale delle attività (1.602 milioni di euro) = **0,4265**

Il totale delle attività è dato dalla somma tra l'attivo immobilizzato (**1.213 milioni di euro**) e l'attivo circolante (**390 milioni di euro**, di cui 382 milioni come **crediti a breve**).

1.2.3 Situazione patrimoniale - Indice di indebitamento (leverage)

L'indice di indebitamento (o leverage) è un indice che vede al numeratore il capitale di terzi (debito) e al denominatore il capitale di proprietà dell'impresa. L'indice evidenzia in quale misura l'impresa si finanzia con capitale proprio e in che misura ricorre al capitale di terzi. Nel caso di una perfetta eguaglianza tra capitale proprio e di terzi, esso assume valore 1. Più l'indice assume un valore elevato, più l'impresa risulta essere indebitata. Fornisce una attendibile stima del rischio che caratterizza la posizione dei creditori. Valori superiori a quattro segnalano un rischio elevato.

Nel caso di Acea Ato 2 Spa questo valore è pari a **1,35**. Il livello di indebitamento di Acea Ato 2 risulta essere soddisfacente: Acea Ato 2 Spa si finanzia per il 43% con mezzi propri e per il 57% con mezzi di terzi.

Vediamo come è calcolato il livello di indebitamento facendo riferimento al bilancio di Acea Ato 2 al 31.12.2011. Al numeratore va il **capitale di terzi totale**, pari a **919,44 milioni di euro** (di cui 405,896 milioni di euro di debito a medio/lungo termine e 81,221 milioni di euro a breve termine **nei confronti della controllante Acea Spa**). Al denominatore va il patrimonio netto, pari a **683,396 milioni di euro**.

Indice di indebitamento = capitale di terzi (919,44 milioni di euro) / patrimonio netto (683,396 milioni di euro) = **1,35**

In generale dal punto di vista patrimoniale Acea risulta essere sufficientemente solida e comunque nella media delle imprese del suo settore. Un **punto debole** risultano essere i crediti verso clienti (**207,03 milioni di euro**) che comprendono "fatture da emettere" per 74,8 milioni di euro (di cui 17,05 milioni di competenza 2011 e i rimanenti di competenza di anni precedenti). A fronte di 74,8 milioni di euro di fatture da emettere si prevede una svalutazione (fondo **svalutazione**) di 19 milioni di euro che potrebbe essere sottostimata. Nel 2011 sono stati radiati 7,11 milioni di euro per crediti con prospettive di recupero nulle.

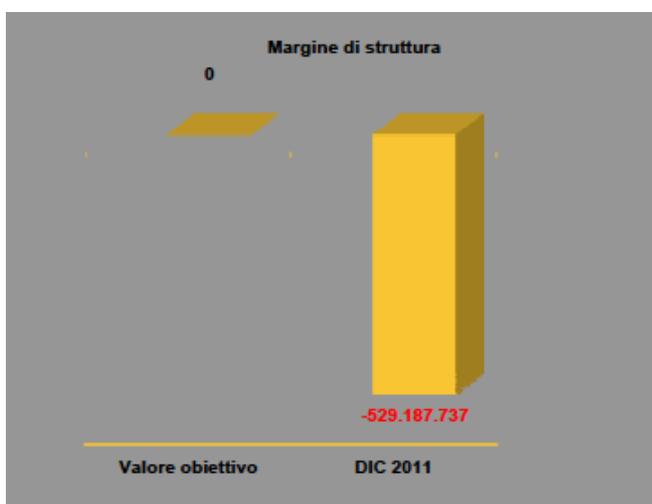
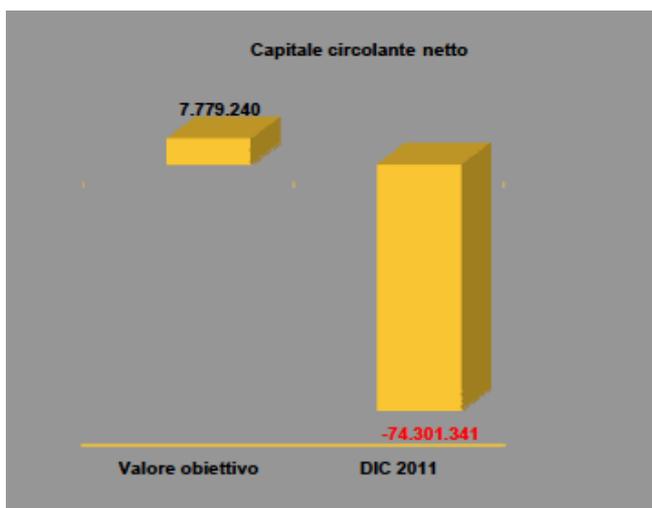
1.2.4 Situazione finanziaria - Capitale circolante netto e margine di struttura

Il **capitale circolante netto** è dato dalla differenza fra attività a breve termine (capitale circolante) e le passività a breve termine (debito a breve). L'azienda è in equilibrio quando questa differenza tende a zero perché significa che le attività a breve vengono finanziate con fonti anch'esse a breve termine. Per Acea Ato 2 il capitale circolante netto è **negativo per 74,30 milioni di euro**. Quindi la società non riesce a far fronte con risorse proprie al debito a breve e deve ricorrere a risorse esterne.

Il **margine di struttura**, che è la differenza tra il patrimonio netto (i mezzi finanziari apportati dai soci come il capitale sociale, le riserve, ecc..) e le immobilizzazioni (il valore degli investimenti in beni materiali, immateriali e finanziari di lunga durata) è **negativo per 529,187 milioni di euro**. Ciò significa che l'impresa deve ricorrere **in modo significativo** a mezzi di terzi per finanziare le immobilizzazioni immateriali (licenze e marchi, avviamento) e materiali (impianti e macchinari) che, in una situazione di equilibrio, dovrebbero essere coperte dal patrimonio netto e quindi da risorse proprie.

Acea Ato 2 Spa **non ha liquidità** all'interno del capitale circolante, in quanto la cassa viene utilizzata per pagare le spese correnti e gli interessi sul debito. Per questo motivo nel 2011 la società è stata costretta a rateizzare cartelle di pagamento Inps per 2,71 milioni di euro in seguito ad azioni esecutive di Equitalia e Inps. Nel 2011 Acea Ato 2 Spa ha subito un pignoramento da parte di Equitalia per 6,73 milioni di euro.

Grafici 3 e 4 Capitale circolante netto e margine di struttura per Acea Ato 2 (elaborazione Studio Lillia e Merian Research su dati di bilancio)



1.2.5 Situazione finanziaria - Il ruolo di Acea Spa e del Gruppo Acea

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 da una **linea di credito intercompany** con la controllante Acea Spa. Al 31.12.2011 il credito di Acea Spa nei confronti di Acea Ato 2 Spa era pari a 480,50 milioni di euro (su un totale di debiti di Acea Ato 2 Spa di 844,67 milioni).

La parte rimanente del debito di Acea Ato 2 Spa è in gran parte verso **fornitori** (223,40 milioni euro), mentre il debito verso banche è minimo (8 milioni di euro).

Acea Spa si comporta nei confronti di Acea Ato 2 Spa come una banca, prestando denaro a condizioni di mercato (non a condizioni più vantaggiose) e applicando commissioni di

affidamento. Il tasso applicato da Acea Spa ad Acea Ato 2 Spa è l'IRS a 3 anni più uno spread allineato a quello di un Bond emesso sul mercato dei capitali con rating BBB (nel 2011 pari a 3,08%) e prevede una commissione di affidamento annuale (0,5% o 3,37 milioni di euro) calcolata sul plafond.

L'utile di Acea Ato 2 (48,4 milioni di euro nel 2011) viene costantemente distribuito ad Acea Holding, che lo presta 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.

Il **18,2% dei debiti verso fornitori** (40,63 milioni su 223,4 milioni di euro) è stato contratto nei confronti di società del Gruppo Acea. Tali debiti non maturano interessi passivi e non richiedono garanzie. Questo aspetto contribuisce a rendere Acea Ato 2 Spa dipendente dal gruppo Acea.

1.2.6 Situazione economica - La capacità di Acea Ato Spa di produrre reddito

Acea Ato 2 Spa è una società con un buon livello di redditività. Il **ROE** (return on equity), dato dal rapporto tra l'utile e il patrimonio netto, è stato pari al **7,62%** nel 2011. Ciò significa che il capitale di rischio di Acea Ato 2 Spa ha reso il 5,62% in più rispetto all'investimento in titoli risk free (per convenzione i BOT a 12 mesi che attualmente hanno un rendimento lordo di circa il 2%). Negli anni precedenti al 2011 il ROE si è sempre attestato su buoni livelli: 9,83% nel 2010, 6,3% nel 2009, 7,2% nel 2008 e 7,4% nel 2007).

Il **ROS** (return on sales) che misura il reddito operativo per unità di ricavo (o il margine che la società ottiene sulle vendite) è stato pari al **20,82%** nel 2011.

L'attività di Acea Ato 2 Spa è interamente regolamentata, quindi genera cassa in modo costante con rischi relativamente contenuti.

Nel 2011, a fronte di un **MOL** (margine operativo lordo = utile dell'impresa prima di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, straordinari e imposte) simile a quello del 2010, gli oneri finanziari (interessi sul debito) sono più che triplicati. In particolare gli oneri nei confronti di Acea Holding sono passati da 5,78 milioni di euro nel 2010 a 17,72 milioni di euro nel 2011 (si tratta di oneri pagati *anche* sull'utile di Acea Ato 2 che viene reintrodotta nella società come finanziamento). L'aumento degli oneri finanziari è dovuto all'allargamento degli spread e all'aumento del debito verso Acea Spa che, nel 2011, è passato da 304,898 milioni di euro a 432,115 milioni di euro.

Tra gli aspetti negativi del conto economico di Acea Ato 2 Spa si segnala il costo elevato del collegio sindacale, che è pari a 277 mila euro, a fronte di un costo per il consiglio di amministrazione di 205 mila euro. Ad ogni sindaco effettivo sono corrisposti 60.000 euro, mentre al presidente del collegio sindacale sono corrisposti 90.000 euro.

2. Valutazione Acea Ato 2 Spa

E' stata effettuata una valutazione preliminare di Acea Ato 2 Spa utilizzando un metodo misto **patrimoniale-reddituale**. Il metodo misto **patrimoniale-reddituale** mira a far emergere il valore dell'azienda come sommatoria del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento, inteso come l'insieme dei sovraredditi (attualizzati) conseguibili in futuro dall'impresa.

Partiamo dall'analisi patrimoniale. Il patrimonio netto dell'impresa al 31.12.2011 è pari a **683,396 milioni di euro**. Nell'ipotesi di valutazione siamo partiti da un valore del patrimonio di **284,93 milioni di euro** che è stato ottenuto sottraendo dal patrimonio netto il valore delle immobilizzazioni immateriali (costi di ricerca, sviluppo e pubblicità, concessioni, licenze e marchi, avviamento, ecc.), pari in totale a **398,46 milioni di euro**. Si tratta di costi pluriennali che non generano valore per l'impresa. Le concessioni e l'avviamento generano valore, ma ai fini di questa valutazioni sono stati considerati nell'analisi reddituale.

Si è quindi calcolato il reddito medio annuo sulla base dell'utile degli ultimi cinque anni (2007, 2008, 2009, 2010, 2011). Il reddito medio annuo è risultato pari a **50,194 milioni di euro**. Successivamente si è ipotizzato un tasso di attualizzazione del reddito medio annuo pari al **7%** (vicino al ROE prodotto dell'impresa negli ultimi anni e comunque pari al reddito garantito ai soggetti privati per la gestione dell'acqua), calcolato su 22 anni, che è il tempo rimanente fino alla scadenza della concessione. L'attualizzazione dei redditi è stata effettuata utilizzando una previsione lineare basata sul metodo dei minimi quadrati.

Attualizzando i redditi futuri per 22 anni a un tasso del 7% si ottiene un valore reddituale attualizzato per Acea Ato 2 Spa pari a **516,34 milioni di euro**. Sommando questo valore con il valore del patrimonio (284,93 milioni di euro) si ottiene il valore attuale dell'impresa in base al modello patrimoniale - reddituale, che risulta essere pari a **801,279 milioni di euro**.

In realtà se si immagina di ripubblicizzare Acea Ato 2 Spa si potrebbe ipotizzare di **azzerare il tasso di attualizzazione** del 7%: i redditi futuri della società sarebbero infatti tutti reinvestiti e non sarebbe necessario garantire un rendimento del 7% agli azionisti privati. In tal caso il valore attualizzato di Acea Ato 2 Spa sarebbe pari al semplice valore patrimoniale, al netto delle immobilizzazioni immateriali, e quindi **284,93 milioni di euro**.

In un'ipotesi di ripubblicizzazione che veda come protagonista (o come uno dei protagonisti) il Comune di Roma (che detiene attualmente - in modo diretto e indiretto - il 52,75% del capitale di Acea Ato 2 Spa), per rilevare Acea Ato 2 Spa sarebbe comunque necessario riacquistare da Acea Spa il 96,4628% del capitale sociale, pari a **274,857 milioni di euro**.

2.1 Riserve da conferimento

All'interno del patrimonio netto di Acea Ato 2 Spa figurano in bilancio "riserve da conferimento" di valore pari a 235,442 milioni di euro. Tale riserve sono dettagliate all'interno del bilancio di Acea Ato 2 Spa al 31.12.1999, anno in cui Acea Ato 2 Spa è stata costituita con il conferimento di un ramo d'azienda di Acea Spa.

Si presenta di seguito il dettaglio del conferimento di Acea Spa in Acea Ato 2 Spa (tratto dal bilancio di Acea Ato 2 Spa del 31.12.1999)

Immobilizzazioni immateriali	
Concessione	€ 345.385.922
Avviamento	€ 409.014.311
Altre	€ 30.250.690
Totale	€ 784.650.923
Immobilizzazioni materiali	
Terreni e fabbricati	€ 5.035.804
Impianti e macchinari	€ 65.424.128
Attrezzature industriali	€ 1.383.534
Altri beni	€ 48.381.709
Totale	€ 120.225.174
Crediti	
Clienti	€ 92.778
Clienti ceduti	€ 55.712
Regione Lazio	€ 23.620.625
Comune di Roma	€ 2.064.237
Disponibilità liquide	€ 33.570
Totale	€ 25.866.921
Totale attività	€ 930.743.018
Debiti	
Debiti verso fornitori	€ 5.925.075
Debiti per mutui	€ 39.167.679
Conguagli da conferimento	€ 176.814.464
Altre passività	€ 103.550.589
Fondo TFR	€ 19.843.212
Totale	€ 345.301.018
Totale passività	€ 345.301.018
Differenza tra attività e passività	€ 585.442.000
Conferimento delle attività al netto delle passività	
Capitale sociale	€ 350.000.000
Riserva da conferimento	€ 235.442.000
Totale	€ 585.442.000

Come si vede le attività di Acea Spa relative all'Ato 2 sono state conferite, al netto delle passività, in parte come capitale sociale (350 milioni di euro) e in parte come "riserva da conferimento".

Sul bilancio di Acea Spa la riserva di conferimento è stata iscritta come "avviamento". Si tratta in ogni caso di riserve non smobilizzabili, che sono parte integrante del patrimonio netto della società e rappresentano una parte delle concessioni, del parco clienti, degli immobili, ecc. che non è stata versata come capitale sociale e non è compensata dal debito conferito. Le riserve sono oggi di tutti i soci (non solo del Comune di Roma che le ha conferite). Le "riserve da conferimento" sono già comprese nel calcolo del valore patrimoniale dell'impresa (patrimonio netto, che comprende anche le riserve, meno le immobilizzazioni immateriali), quindi nella nostra simulazione le "riserve da conferimento" dovrebbero essere riacquisite in caso di ripubblicizzazione (al netto della rettifica del loro valore), in quanto al momento appartengono a tutti i soci che presumibilmente le hanno pagate per entrare nel capitale.

3. Ipotesi di ripubblicizzazione di Acea Ato 2 Spa

Per ripubblicizzare Acea Ato 2 Spa è necessario operare su più fronti. Prima di tutto si rende necessario riacquistare da Acea Spa il 96,4628% del capitale sociale, pari a **274,857 milioni di euro** (con l'ipotesi di azzeramento del tasso di attualizzazione). Successivamente - se il comune di Roma parteciperà alla ripubblicizzazione - il 51% di tale capitale potrà tornare in possesso di Roma Capitale (140,177 milioni di euro), ma all'inizio il nuovo soggetto che sostituirà Acea Spa come principale azionista di Acea Ato 2 (sia esso il Comune di Roma, la Cassa Depositi e Prestiti o una nuova società costituita dai due soggetti) dovrà provvedere all'acquisto di tutto il capitale detenuto da Acea Spa.

Sarà poi necessario sostituire l'attività "bancaria" di Acea Spa con uno o più soggetti (banche, Cassa Depositi e Prestiti) che siano in grado di assorbire il debito intercompany che Acea Ato 2 Spa ha nei confronti di Acea Spa. Al 31.12.2011 tale debito era pari a **480,504 milioni di euro** e aveva una durata di tre anni. Al nuovo (o ai nuovi) soggetti finanziatori si dovrebbe chiedere di allungare la scadenza del prestito (per esempio da tre a venticinque anni), dilazionando il pagamento degli interessi e della quota capitale (ad oggi Acea Ato 2 Spa paga ad Acea Spa solo gli interessi e non la quota capitale).

Se si ipotizza un piano di ammortamento di un finanziamento a 25 anni con la Cassa Depositi e Prestiti al tasso fisso del 5,824% (attualmente applicato dalla Cdp ai comuni per finanziamenti a 25 anni) si ottiene un esborso **annuale** per Acea Ato 2 di circa **36,53 milioni di euro** comprensivi di interessi e quota capitale (si è ipotizzato un piano di ammortamento determinato con il metodo francese a rate costanti).

Il conto economico di Acea Ato 2 Spa dovrebbe essere gestito in modo ottimale, eliminando gli sprechi e aumentando la redditività. Il nuovo flusso di cassa dovrebbe essere sufficiente per rimborsare il debito pregresso e sostenere nuovi investimenti. Gli investimenti di Acea Ato 2 Spa sono stati pari a 133,5 milioni di euro nel 2010 e a 149,1 milioni di euro nel 2011, interamente a carico di Acea Spa. In realtà, *come si vede dal prospetto in basso*, considerando gli investimenti già effettuati, gli investimenti vincolanti in base alla convenzione sarebbero pari mediamente a **60,34 milioni di euro annui** per i 21 annui residui di convenzione.

Si presenta di seguito il dettaglio degli investimenti a consuntivo di Acea Ato 2 Spa, tratti dal sito di Acea Ato 2, e un'ipotesi di investimento medio annuo in base alla convenzione:

INVESTIMENTI A CONSUNTIVO

ANNO 2003	€ 33.034.707
ANNO 2004	€ 39.856.322
ANNO 2005	€ 52.976.771
ANNO 2006	€ 67.143.414
ANNO 2007	€ 105.399.885
ANNO 2008	€ 107.645.485
ANNO 2009	€ 111.308.000
ANNO 2010	€ 132.517.359
ANNO 2011*	€ 149.000.000

TOTALE € **798.881.943**

Investimenti previsti per la durata della convenzione € 2.066.000.000

Investimenti ancora da effettuare € 1.267.118.057

Anni residui della convenzione 21

Inv. annui vincolanti fino al termine della convenzione € **60.338.955**

* dato provvisorio

Attualmente (2011) Acea Ato 2 paga 17,72 milioni di interessi sul debito con Acea Spa e investe 149,1 milioni con un flusso di cassa pari a **127 milioni di euro** (utile + ammortamenti).

Ipotizzando un investimento annuo obbligatorio di **60,34 milioni di euro** e un esborso annuale di **36,53 milioni di euro** per ripagare i debiti pregressi (inclusa la quota capitale), Acea Ato 2 Spa dovrebbe prevedere un esborso annuale di **96,87 milioni di euro**. Ai tassi di redditività attuali (flusso di cassa 2011 pari a 127 milioni di euro) Acea Ato 2 Spa riuscirebbe a sostenere nuovi investimenti e a ripagare il debito reinvestendo gli utili.

All'inizio sarebbero però necessari 274,857 milioni di euro per riacquistare il capitale da Acea Spa.

3.1 Emissione di Buoni del tesoro comunali

Una parte degli investimenti obbligatori previsti della convenzione potrebbero essere coperti da emissioni di BOC - Buoni obbligazionari comunali, previsti dalla legge finanziaria del 1995 (art. 35 della Legge 23 Dicembre 1994, n° 724). Si tratta di titoli emessi dall'ente locale per finanziare **specifici progetti di investimento** a rilevanza locale a costi inferiori rispetto ai tradizionali mutui.

L'emissione dei prestiti obbligazionari comunali (nel nostro caso a favore del Comune di Roma) è subordinata a una serie di condizioni:

a) Che gli enti locali non si trovino in situazione di dissesto o in situazioni strutturalmente deficitarie come definite dall'articolo 45 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504.

- b) Nessun prestito può essere emesso se dal penultimo esercizio risulti un disavanzo di amministrazione e se non sia stato deliberato il bilancio di previsione dell'esercizio in cui è prevista l'emissione del prestito.
- c) Il prestito obbligazionario deve essere finalizzato ad investimenti e deve essere pari all'ammontare del valore del progetto esecutivo a cui fa riferimento. Gli investimenti, ai quali è finalizzato il prestito obbligazionario, devono avere un valore di mercato, attuale o prospettico, almeno pari all'ammontare del prestito.
- d) La durata del prestito obbligazionario non può essere inferiore a cinque anni.
- e) Le obbligazioni potranno essere convertibili o con warrant in azioni di società possedute dagli enti locali.**
- f) Il prestito obbligazionario verrà collocato alla pari e gli interessi potranno essere corrisposti, con cedole annue, semestrali o trimestrali, a tasso fisso o a tasso variabile. Il rendimento effettivo al lordo di imposta per i sottoscrittori del prestito non dovrà essere superiore, al momento della emissione, al rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente maggiorato di un punto.
- g) I titoli obbligazionari sono emessi al portatore, sono stanziabili in anticipazione presso la Banca d'Italia e possono essere ricevuti in pegno per anticipazioni da tutti gli enti creditizi.
- h) E' fatto divieto di accedere alla Cassa depositi e prestiti per accensione dei nuovi mutui nel periodo amministrativo in cui il prestito è stato sottoscritto.
- i) La delibera dell'ente emittente di approvazione del prestito deve indicare l'investimento da realizzare, l'importo complessivo, la durata e le modalità di rimborso e deve essere corredata del relativo piano di ammortamento finanziario. Il rimborso anticipato del prestito, ove previsto, può essere effettuato esclusivamente con fondi provenienti dalla dismissione di cespiti patrimoniali disponibili.
- l) E' vietata ogni forma di garanzia a carico dello Stato; è vietata altresì ogni forma di garanzia delle regioni per prestiti emessi da enti locali.

Il rimborso viene effettuato a rate costanti, frazionato durante la vita del prestito; in pratica il risparmiatore riceve, in corrispondenza delle date di stacco delle cedole, sia gli interessi, sia una quota del valore nominale investito.

Nel caso di Acea Ato 2 Spa si potrebbe ipotizzare - dopo la ripubblicizzazione - l'emissione di una serie di obbligazioni convertibili in azioni di Acea Ato 2 di durata quinquennale relative a specifici progetti di investimento.

Il tasso di un'emissione quinquennale di 20 milioni di euro (per ipotesi) potrebbe essere pari al massimo al 4,50% (cedola attuale dei BTP a 5 anni +1%). Il finanziamento potrebbe aiutare Acea Ato 2 Spa a reperire la liquidità necessaria per finanziare una parte degli investimenti obbligatori (liberando risorse del flusso di cassa per rimborsare il finanziamento sul debito pregresso) e avrebbe un forte significato simbolico per i sottoscrittori delle obbligazioni comunali, che si sentirebbero parte del progetto e potrebbero convertire il credito nei confronti del Comune di Roma in azioni di Acea Ato 2 Spa.

E' da valutare la possibilità (dal punto di vista normativo) di prevedere un'emissione di BOC per investire nella ripubblicizzazione di Acea Ato 2 Spa.