

## VII - LE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

A fine 2008 le *utilities* partecipate dai comuni e quotate presso la Borsa Italiana erano 13, così come nel 2003. Nel periodo, è avvenuta la prima quotazione di 4 società (SAVE nel 2005, Ascopiave nel 2006, Enia e Società Aeroporto Toscano nel 2007) mentre altre 4 sono state oggetto di operazioni di fusione (META in HERA, AMGA in AEM Torino - ora Iride, Acquedotto De Ferrari Galliera nell'Acquedotto Nicolay - ora Mediterranea delle Acque e ASM Brescia in AEM - ora A2A). Nel loro insieme, sulla base dei corsi di fine dicembre 2008, esse esprimevano una capitalizzazione di circa 10 miliardi di euro – in calo del 37% rispetto ai 15,7 miliardi di fine luglio 2008 (periodo a partire dal quale si è acuita la crisi finanziaria) e di oltre il 50% in rapporto ai quasi 21 miliardi di fine 2007 – rappresentando il 4,4% del valore complessivo delle società quotate non finanziarie (2,6% nel 2003). Nell'ultimo anno, la capitalizzazione delle sole società controllate dai 6 maggiori Comuni è diminuita di oltre 9 miliardi di euro. L'A2A di Brescia, con 4 miliardi di euro, è la società con il valore di Borsa più elevato, seguita dall'ACEA di Roma con 2 miliardi (che ha limitato al 30% circa la diminuzione sul 2007) e dall'HERA di Bologna con 1,5 miliardi; la loro somma rappresenta i tre quarti del campione.

L'andamento di Borsa del comparto delle *utilities* viene sintetizzato dall'indice riportato alla Tab. VII.1, nella quale sono evidenziate le quotazioni dei titoli in esame. Assumendo come base i corsi al 1° gennaio 2003, l'indice ha registrato incrementi fino al 2007 (12% a fine 2003, quasi il 55% nel 2004, 57% nel 2005, 134,6% nel 2006 e 152% nel 2007); a seguito della turbolenza dei mercati finanziari, nel 2008 esso è tornato a valori prossimi a quelli del 2003. Fino al 2007 la migliore *performance* è stata quella di ACEA il cui indice si era incrementato di quasi 2 volte e mezza, quello di HERA di 2 volte mentre Iride, AEM e ASM Brescia, con un aumento di circa 1 volta e mezza, erano in linea con la media del campione. Al di sotto del valore medio si collocavano tutte le altre a partire dalla Aeroporto di Firenze (+94%) e della Mediterranea delle Acque (+78%) chiudendo con l'Ascopiave e la Condotta Acque Potabili con variazioni leggermente negative rispetto al 1° gennaio 2003. Nel 2008 solo 5 società sono riuscite a mantenere valori superiori alla base del gennaio 2003, con ACEA che si è confermata la migliore con un indice pari a 228,3; al contrario, per Enia, Save e Condotta Acque Potabili l'indice si è ridotto a circa un terzo del valore iniziale.

TABELLA VII.1 – LE UTILITIES IN BORSA A FINE ANNO (indici di prezzo, 1° gennaio 2003=100)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Capitalizzazione a fine 2008 (milioni di euro)
A2A (ex AEM)	116,6	133,7	127,4	200,4	248,2	100,6	3.981
ACEA	120,9	189,8	199,3	344,3	337,2	228,3	2.053
HERA	99,3	169,6	180,6	263,2	246,6	122,4	1.515
Iride (ex AEM Torino)	129,0	186,8	205,3	248,0	256,3	93,6	689
Enia <sup>(1)</sup>	–	–	–	–	116,7	38,3	407
Ascopiave <sup>(2)</sup>	–	–	–	124,2	93,2	81,9	345
Acegas-APS	112,5	199,1	169,0	186,4	146,0	107,8	270
SAVE <sup>(3)</sup>	–	–	88,7	117,5	100,9	39,2	223
Mediterranea delle Acque (ex Acquedotto Nicolay)	93,8	106,5	171,7	159,3	177,5	90,0	165
Aeroporto di Firenze	121,9	101,9	150,6	211,7	194,4	187,4	155
Società Aeroporto Toscano <sup>(1)</sup>	–	–	–	–	101,2	69,6	85
ACSM	120,7	186,3	159,3	183,7	132,0	68,1	43
Condotta Acque Potabili	97,3	95,6	90,2	84,2	90,0	29,4	40
ASM Brescia <sup>(4)</sup>	103,6	149,1	151,5	245,6	301,9	–	–
Acquedotto De Ferrari Galliera <sup>(5)</sup>	92,4	94,6	91,7	–	–	–	–
AMGA <sup>(6)</sup>	122,2	179,0	203,7	–	–	–	–
META <sup>(7)</sup>	95,9	138,5	–	–	–	–	–
<b>Indice complessivo</b>	<b>111,7</b>	<b>154,4</b>	<b>157,1</b>	<b>234,6</b>	<b>252,3</b>	<b>118,9</b>	<b>9.971</b>

(1) Quotata dal luglio 2007.

(2) Quotata dal dicembre 2006.

(3) Quotata dal maggio 2005.

(4) Incorporata dalla AEM (poi A2A) nel gennaio 2008.

(5) Incorporata dalla Acquedotto Nicolay (poi Mediterranea delle Acque) nel giugno 2006.

(6) Incorporata dalla AEM Torino (poi Iride) nell'ottobre 2006.

(7) Incorporata dalla HERA nel dicembre 2005.

La Tab. VII.2 riporta per ciascuna società la data ed il prezzo di collocamento confrontato con i corsi rilevati alla fine degli anni dal 2003 al 2008 <sup>(17)</sup>. La prima quotazione di una società a controllo comunale è stata quella di AMGA, nell'ottobre 1996. Per lo più le operazioni sono avvenute intorno al 2000 in concomi-

(17) Sono escluse la Acquedotto De Ferrari Galliera, la Condotta Acque Potabili e la Acquedotto Nicolay (ora Mediterranea delle Acque), quotate al listino ufficiale di Milano, rispettivamente, dal 1959, dal 1965 e dal 1994, per le quali i dati di prima iscrizione sulla Borsa di Genova e Torino sono molto remoti.

tanza con un *trend* borsistico particolarmente favorevole interrottosi nel corso del 2001. La successiva ripresa dei mercati ha favorito gli ingressi al listino di ASM Brescia nel 2002 e di META ed HERA nel 2003. Le ultime a quotarsi sono state l'Enia e la Società Aeroporto Toscana nel luglio 2007. Il crollo generalizzato dei mercati finanziari mondiali verificatosi nel corso del 2008 ha scoraggiato ulteriori collocamenti.

Nel 2003 tutte le società, ad eccezione di HERA e Aeroporto di Firenze, risultavano al di sotto del prezzo di collocamento, e nei casi di ACEA, Acegas-APS e AEM Torino a valori pressoché dimezzati. Nel 2004 sono ritornate in positivo la ACSM di Como, la AMGA, l'ASM Brescia e la META mentre le rimanenti società, seppur in miglioramento, permanevano negative, confermando tale condizione anche nel 2005. Nel 2006 la tendenza si è invertita, con prezzi superiori al collocamento per tutte le società salvo Iride (ex-AEM Torino) che chiudeva il periodo con una modesta erosione (-2%) e Acegas-APS con un più marcato -18,8%. Nel 2007 l'ASM Brescia, prima della fusione con l'AEM di Milano, era la società con la migliore *performance*, positiva a partire dal 2004 e in forte progressione nel 2006 e nel 2007, seguita dalla HERA, anch'essa in forte rialzo soprattutto nel 2006 e dalla Aeroporto di Firenze (che riportava già nel 2003 un corso superiore del 40% al valore di collocamento). Nel 2008, in seguito alla nuova crisi borsistica la quotazione dei titoli della maggior parte delle utilities considerate è tornata, come già accaduto nel 2003, a valori inferiori a quelli di collocamento. Le società ancora in attivo erano Aeroporto di Firenze, HERA e ACEA. Le prime due sono le sole a riportare una performance positiva nell'intero periodo preso in considerazione, in particolare l'Aeroporto di Firenze che anche nel 2008 conserva un incremento superiore al 100% mentre HERA pur attestandosi ad un +20% evidenzia un crollo rispetto al +150% di fine 2007. Nel gennaio 2009 è proseguito il deprezzamento dei corsi azionari delle società: rispetto a fine dicembre 2008, le maggiori diminuzioni sono quelle di SAVE (-16,8%), Enia e Mediterranea delle Acque (-15%) e ACSM (-11,2%) mentre A2A è l'unica in controtendenza (+7%).

TABELLA VII.2 – DAL COLLOCAMENTO A FINE 2008 (prezzi in euro)

	IPO		Prezzo a fine anno					
	Data	Prezzo	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aeroporto di Firenze	VII 2000	8,10	11,36	9,45	13,91	19,57	18,03	17,19
HERA	VI 2003	1,23	1,24	2,13	2,24	3,30	3,06	1,49
ACEA	VII 1999	8,95	5,13	8,01	8,40	14,54	14,19	9,64
Ascopiave	XII 2006	1,80	–	–	–	2,24	1,67	1,47
Società Aeroporto Toscano	VII 2007	12,35	–	–	–	–	12,51	8,58
A2A (ex AEM)	VII 1998	1,94	1,47	1,69	1,61	2,53	3,12	1,27
ACSM-AGAM (ex ACSM) <sup>(1)</sup>	X 1999	1,94	1,60	2,54	2,15	2,47	1,80	0,91
Acegas-APS	II 2001	10,50	5,17	9,15	7,68	8,52	6,68	4,91
SAVE	V 2005	21,00	–	–	18,73	25,00	10,81	4,03
Enia	VII 2007	10,10	–	–	–	–	11,78	3,79
Iride (ex AEM Torino) <sup>(2)</sup>	XI 2000	2,70	1,28	1,86	2,03	2,47	2,54	0,93
ASM Brescia <sup>(3)</sup>	VII 2002	1,85	1,75	2,53	2,56	4,12	4,96	–
AMGA <sup>(4)</sup>	X 1996	1,30	0,99	1,45	1,66	–	–	–
META <sup>(5)</sup>	III 2003	1,95	1,87	2,68	–	–	–	–

	Variazione % dei corsi rispetto al prezzo di collocamento					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aeroporto di Firenze	40,2	16,6	71,7	141,6	122,6	112,3
HERA	1,1	74,2	83,2	169,0	149,4	21,6
ACEA	-42,6	-10,5	-6,2	62,4	58,5	7,7
Ascopiave	–	–	–	24,2	-7,5	-18,3
Società Aeroporto Toscano	–	–	–	–	1,3	-30,5
A2A (ex AEM)	-24,3	-13,0	-17,0	30,4	60,6	-34,5
ACSM-AGAM (ex ACSM) <sup>(1)</sup>	-17,7	30,9	10,9	27,5	-7,4	-52,9
Acegas-APS	-50,8	-12,8	-26,9	-18,8	-36,4	-53,2
SAVE	–	–	-10,8	19,0	3,0	-61,6
Enia	–	–	–	–	16,7	-62,5
Iride (ex AEM Torino) <sup>(2)</sup>	-49,3	-26,3	-19,4	-2,0	0,5	-63,0
ASM Brescia <sup>(3)</sup>	-5,6	36,7	38,2	122,6	174,2	–
AMGA <sup>(4)</sup>	-23,5	11,8	27,3	–	–	–
META <sup>(5)</sup>	-4,3	37,3	–	–	–	–

(1) La società ha effettuato un secondo collocamento nel dicembre 2000 a 4,75 euro per azione.

(2) Variazioni calcolate sul prezzo di collocamento rettificato con il fattore 0,9343 per tenere conto dell'aumento di capitale del luglio 2003.

(3) Incorporata dalla AEM (poi A2A) nel gennaio 2008.

(4) Incorporata dalla AEM Torino (poi Iride) nell'ottobre 2006.

(5) Incorporata dalla HERA nel dicembre 2005.

La Tab. VII.3 riepiloga alcuni multipli di Borsa per il periodo 2003-2007, sempre con riferimento all'insieme di cui sopra. I risultati appaiono sostanzialmente allineati, fatta eccezione per la Aeroporto di Firenze e in parte per la Acquedotto De Ferrari Galliera. Il rapporto tra capitalizzazione e patrimonio netto (P/CN) per l'aggregato oscilla mediamente nel periodo tra 1 e 2 volte, SAVE e Acquedotto De Ferrari Galliera si posizionano tra 2x e 4x mentre per l'Aeroporto di Firenze il rapporto si colloca tra 3x e 6x; le stesse, unitamente alla Mediterranea delle Acque e alla Ascopiave, esprimono i moltiplicatori più elevati anche sugli utili e il MOL peraltro ridimensionati nel 2007. Questi ultimi, per l'intero *panel*, oscillano tra il 13x e il 20x e tra il 5x e il 6x. Tra le società con maggiore capitalizzazione, nel 2007 è l'HERA a riportare gli indici più elevati.

TABELLA VII.3 – MULTIPLI DI BORSA

	P/CN			P/U			P/MOL								
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007					
ACEA	0,9	1,4	1,4	2,4	2,2	22,3	15,2	14,0	21,0	18,1	4,0	5,0	5,1	7,1	6,6
Aegas-APS	0,9	1,6	1,3	1,4	1,0	26,8	24,1	18,9	25,5	8,8	5,9	5,8	4,5	5,3	4,7
ACSM	1,0	1,5	1,3	1,5	1,0	16,0	24,0	30,2	n.c.	18,5	3,0	4,9	4,7	7,2	4,0
AEM	1,9	2,2	1,8	2,3	2,5	8,9	14,5	12,0	15,4	19,2	7,1	6,0	4,7	3,5	4,1
Aeroporto di Firenze	4,0	3,2	4,4	6,1	5,2	n.c.	64,0	52,3	151,1	47,7	15,3	9,9	10,5	22,4	14,1
Asciopave (1)	-	-	-	1,4	1,1	-	-	-	31,9	17,9	-	-	-	12,8	8,4
ASM Brescia	1,2	1,6	1,4	2,1	2,5	13,3	15,2	9,3	13,4	17,1	5,3	6,3	5,8	8,7	9,9
Condotta Acque Potabile	1,4	1,3	0,9	0,9	1,0	81,3	93,1	n.c.	n.c.	n.c.	10,4	9,3	6,0	5,4	8,3
Enia (2)	-	-	-	-	1,8	-	-	-	-	46,2	-	-	-	-	9,2
HERA	1,1	1,7	1,6	2,3	2,1	19,9	22,0	28,4	37,2	32,3	4,7	6,1	7,8	8,6	7,9
Iride	0,9	1,3	1,3	1,5	1,4	21,6	19,5	15,3	22,9	17,2	5,9	6,7	5,3	6,5	6,2
Mediterranea delle Acque (ex Acquedotto Nicolay)	1,8	1,2	1,9	1,1	1,1	18,8	25,6	27,0	43,0	16,4	8,1	10,3	12,8	8,5	9,0
SAVE (3)	-	-	2,4	2,4	2,1	-	-	47,3	41,8	11,9	-	-	12,1	13,6	11,4
Società Aeroporto Toscano (2)	-	-	-	-	2,4	-	-	-	-	33,3	-	-	-	-	12,0
Acquedotto De Ferrari	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Galliera (4)	3,5	2,1	2,0	-	-	36,3	52,5	39,0	-	-	15,0	17,6	14,7	-	-
AMGA (5)	1,0	1,4	1,5	-	-	9,5	19,2	20,7	-	-	5,0	7,0	6,2	-	-
META (6)	0,9	1,4	-	-	-	15,4	22,8	-	-	-	4,5	7,8	-	-	-
<b>Media ponderata</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>13,4</b>	<b>17,4</b>	<b>15,0</b>	<b>20,3</b>	<b>19,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>

(1) Quotata dal dicembre 2006.

(2) Quotata dal luglio 2007.

(3) Quotata dal maggio 2005.

(4) Incorporata dalla Mediterranea delle Acque (ex Acquedotto Nicolay) nel giugno 2006.

(5) Incorporata dalla Iride (ex AEM Torino) nell'ottobre 2006.

(6) Incorporata dalla HERA nel dicembre 2005.

I tassi di rendimento in termini di dividendo (Tab. VII.4) per il periodo 2003-2007 mettono in evidenza oscillazioni ampie, tra minimi dello 0,3% (Acquedotto De Ferrari Galliera nel 2005 e Aeroporto di Firenze nel 2006) e massimi del 6% (Acegas-APS nel 2003); la Acquedotto Nicolay e la Condotta Acque Potabili sono le sole a non aver deliberato un dividendo, rispettivamente per il 2005 e il 2006. Nel 2007 si è verificato un generale rialzo nei rendimenti a causa soprattutto del calo del corso dei titoli alla data dello stacco (primo semestre 2008) con le percentuali più elevate registrate da Acegas-APS (5,8%) e Ascopiave (5,6%).

TABELLA VII.4 – *DIVIDEND YIELD* (^)

	2003	2004	2005	2006	2007
	(in %)				
Acegas-APS	6,0	3,1	4,8	3,4	5,8
Ascopiave (1)	–	–	–	4,2	5,6
ACEA	3,3	4,1	4,6	3,3	4,8
AEM (poi A2A) (2)	3,4	3,2	3,4	2,4	4,2
SAVE (3)	–	–	1,4	1,6	4,2
Iride (ex AEM Torino)	2,3	2,0	1,6	2,2	4,0
ACSM	3,2	2,7	3,1	0,8	3,6
HERA	3,0	2,7	2,8	2,4	3,0
Enia (4)	–	–	–	–	2,3
Mediterranea delle Acque (ex Acquedotto Nicolay)	3,3	2,2	–	0,7	1,6
Aeroporto di Firenze	0,4	0,6	0,9	0,3	1,0
Società Aeroporto Toscano (4)	–	–	–	–	0,9
ASM Brescia (2)	4,3	3,8	3,8	3,4	–
AMGA (5)	1,7	1,2	1,6	–	–
Condotta Acque Potabili	0,9	0,6	0,6	–	–
Acquedotto De Ferrari Galliera (6)	2,3	1,9	0,3	–	–
META (7)	4,1	3,6	–	–	–

(^) Rapporto tra dividendo di competenza e corso di Borsa allo stacco della cedola (nell'anno successivo a quello indicato).

(1) Quotata dal dicembre 2006.

(2) Nel 2007 il dividendo è stato attribuito anche alle nuove azioni emesse a servizio del concambio in occasione dell'incorporazione della AMSA Holding e della ASM Brescia.

(3) Quotata dal maggio 2005.

(4) Quotata dal luglio 2007.

(5) Incorporata dalla Iride (ex AEM Torino) nell'ottobre 2006.

(6) Incorporata dalla Mediterranea delle Acque (ex Acquedotto Nicolay) nel giugno 2006.

(7) Incorporata dalla HERA nel dicembre 2005.

La Tab. VII.5 riporta infine gli esborsi e gli introiti dei comuni azionisti di riferimento a valere sulle proprie partecipazioni al capitale delle *utilities* quotate. Complessivamente sono stati incassati flussi netti pari a 31 milioni di euro nel 2003, 174 milioni nel 2004, 197 milioni nel 2005, 212 nel 2006, 354 nel 2007 e 348 nel

2008; il flusso aggregato del 2003 è al netto di 80 milioni di euro relativi alla quota stanziata dal Comune di Torino (69,19%) per sottoscrivere l'aumento di capitale della propria controllata AEM Torino, che risulta l'unica società ad aver eseguito una ricapitalizzazione nel periodo considerato. I dividendi più elevati sono stati quelli incassati dai comuni di Milano e Brescia, azionisti di riferimento in A2A (ex AEM) e ASM Brescia (rispettivamente 386 e 344 milioni nel periodo). I 142 milioni distribuiti al comune di Brescia nel 2007 da ASM Brescia includevano un dividendo straordinario per complessivi 85 milioni prima dell'incorporazione in AEM (ora A2A); relativamente a quest'ultima, i dividendi indicati nel 2008, pari a 164 milioni, sono stati percepiti nella misura del 50% ciascuno dai comuni di Milano e Brescia. Nella classifica seguono ACEA, HERA ed Iride con erogazioni a favore dei rispettivi comuni azionisti pari a 238, 169 e 115 milioni.

TABELLA VII.5 – PROVENTI NETTI REALIZZATI DAI COMUNI AZIONISTI DELLE SOCIETÀ QUOTATE

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Totale
	(milioni di euro)						
A2A (ex AEM)	39	45	40	45	53	164	386
ASM Brescia (1)	33	48	51	70	142	–	344
ACEA	–	20	41	51	59	67	238
HERA	13	20	24	34	39	39	169
Iride (ex AEM Torino)	8	12	13	12	29	41	115
Acegas-APS	3	11	10	11	10	10	55
META	6	10	11	–	–	–	27
Ascopiave (2)	–	–	–	2	12	12	26
Enia (3)	–	–	–	8	7	10	25
AMGA	3	4	4	5	–	–	16
Acquedotto De Ferrari Galliera	3	3	3	–	–	1	10
SAVE (4)	1	1	1	1	2	4	10
Mediterranea delle Acque (ex Acquedotto Nicolay)	1	1	1	–	2	3	8
ACSM	1	1	2	2	0	1	7
Aeroporto di Firenze	0	0	0	0	0	0	0
Condotta Acque Potabili	–	–	0	–	–	–	0
Società Aeroporto Toscano (3)	0	0	0	0	0	0	0
	<b>111</b>	<b>176</b>	<b>201</b>	<b>241</b>	<b>355</b>	<b>352</b>	<b>1.436</b>
<b>Esborsi per aumenti di capitale a pagamento</b>							
Iride (ex AEM Torino)	-80	-2	-4	-29	-1	-4	-120
<b>Saldo</b>	<b>31</b>	<b>174</b>	<b>197</b>	<b>212</b>	<b>354</b>	<b>348</b>	<b>1.316</b>

(1) Nel 2007 è inclusa la distribuzione di un dividendo straordinario di 0,11 euro per azione per complessivi 85 milioni di euro.

(2) Quotata dal dicembre 2006.

(3) Quotata dal luglio 2007.

(4) Quotata dal maggio 2005.