

Perché fondere AEM e ASM?

di Gianni Cozzi* e Luigi De Paoli**

1. Premessa: fusione per fare cosa? La liberalizzazione del mercato elettrico e del gas, introdotta in Europa sul finire degli anni '90 dalle direttive sul mercato interno dell'elettricità (96/92/CE) e del gas (98/30/CE), ha rivoluzionato il quadro di riferimento delle utilities operanti in questi settori. Le due filiere sono diventate, per quanto possibile, de-integrate, cioè suddivise in attività da svolgere alcune in regime di concorrenza altre in regime di regolamentazione (le reti) con obbligo di garantire l'accesso a tutti in modo imparziale. Conseguentemente per le utilities da un lato si sono aperti nuovi mercati (in senso geografico e in senso di nuovi "prodotti" o attività) dall'altro però il proprio territorio e molte attività svolte in regime di monopolio sono state aperte all'ingresso di nuovi concorrenti.

L'onda lunga di questa rivoluzione copernicana ha obbligato proprietari

e managers di queste società a ripensare il proprio business, cioè a definire una strategia prodotto-mercato in modo non dissimile da quanto devono fare i responsabili di altre imprese industriali partendo però dalle caratteristiche tecnico-economiche (e regolamentari) specifiche dei settori energetici e di pubblica utilità coinvolti da questa trasformazione. In presenza di attività che presentano forti economie di scala tecniche, finanziarie, di rischio nonché alcune economie di gamma era facilmente prevedibile che vi sarebbero state numerose fusioni e acquisizioni per cercare di rispondere alla nuova sfida competitiva. È quanto si è verificato nell'UE in questi anni in maniera massiccia tanto che il panorama dell'industria elettrica e del gas (e di altri servizi pubblici più o meno collegati) in Europa è oggi molto diverso da quello che c'era alla fine degli anni '90. Il processo di consolida-

*) Università Di Genova

***) Università Bocconi, Milano

D O S S I E R

mento e di integrazione dei mercati nazionali in un unico mercato europeo non può dirsi concluso e nemmeno stabilizzato: basti pensare alla battaglia per la conquista del controllo di Endesa o a quella per dare un partner a Suez-Electrabel. Ma se le fusioni-acquisizioni hanno riguardato anche i grandi players europei, a maggior ragione hanno interessato le piccole o medie utilities: alcune hanno cercato di unirsi tra di loro per resistere alla nuova pressione competitiva, altre sono state "conquistate" in diversi modi dai grandi player (dal controllo azionario alla stipula di contratti stabili di fornitura supportati da quote di partecipazione), altre ancora si sono ritirate nelle attività regolate (più facilmente difendibili) e sono in attesa degli eventi.

All'interno di questo quadro assume un interesse particolare l'esame del tentativo di fusione, ancora in fieri, tra il gruppo AEM (Milano) ed il gruppo ASM (Brescia), appuntamento al quale entrambi i gruppi arrivano dopo essere notevolmente cresciuti con altre aggregazioni e acquisizioni oltre che con la crescita organica realizzata negli ultimi anni. Partendo dall'assunto che al di sotto di cinque miliardi di euro di capitalizzazione un gruppo industriale non è "visibile" dal sistema finanziario internazionale e quindi rimane un soggetto essenzialmente locale, si può dire che, nonostante la crescita accelerata, finora né AEM né ASM sono riusciti a superare la soglia minima che li renderebbe un soggetto

"internazionalizzato". L'operazione di fusione consentirebbe invece di raggiungere questo obiettivo.

Ma l'interesse per questo caso deriva soprattutto dagli interrogativi che la fusione solleva sugli obiettivi e sui risultati che si vogliono ottenere. Gruppo energetico o gruppo multiutility? Gruppo autonomo o gruppo fedele alleato (ma subalterno) di partner dalle spalle più larghe? In altri termini, ci si unisce, oltre che per ottenere qualche risparmio di costo, soprattutto per superare le debolezze dei due gruppi separati nell'upstream (generazione elettrica e approvvigionamento gas)? E in questo caso si pensa che il nuovo soggetto rimanga comunque legato e subalterno ai grandi gruppi energetici con i quali oggi AEM e ASM sono alleati (e con il rischio di una futura conquista) oppure si ritiene che esso possa ancora oggi rimescolare le carte dell'oligopolio energetico aspirando a diventare un player indipendente dapprima sul mercato italiano e poi su quello europeo? Oppure si dà vita a una fusione nella speranza di costituire un polo di attrazione di altre utilities locali (Enia? AGSM? Hera? Altre?) e di crescere soprattutto in alcuni servizi energetici locali (come ad es. waste-to-energy, teleriscaldamento) sfruttando lo storico legame con i territori e le loro amministrazioni? Alcune di queste soluzioni sono tra loro compatibili, altre non richiedono una decisione immediata, in altri casi invece la scelta va fatta subito e occorrerebbe conoscere le intenzioni dei protagonisti al riguar-

do per poterne discutere in modo più circostanziato.

In questa nota non potremo affrontare compiutamente le questioni sollevate, ma cercheremo comunque di mettere a fuoco le opportunità ma anche i numerosi problemi ancora da risolvere e le diverse alternative strategiche da esplorare nel caso specifico della fusione tra AEM e ASM. Siamo infatti convinti – in ciò ammaestrati dal pluriennale lavoro di ricerca svolto fino a pochi mesi or sono presso l'IEFE dell'Università Bocconi monitorando i processi di sviluppo ed i comportamenti strategici delle utilities energetiche in Italia e nell'Unione Europea – che ogni processo di crescita aggregativa ha propri presupposti specifici, comporta la non facile individuazione di soluzioni in grado di valorizzare le sinergie strategico-operative che possono derivare dalla connessione tra gli assets e le attività dei partners e richiede la messa a punto di strutture e procedure organizzative, oltre che di un peculiare modello di governance, accettabili ed efficaci sia per il management dei gruppi che decidono di fondersi, sia per i soggetti che ne detengono il controllo proprietario, specie se si tratta – come nel caso AEM e di ASM – di soggetti pubblici locali.

Ci sembra pertanto opportuno partire da un rapido esame comparato delle fondamentali caratteristiche dei due gruppi, per passare poi ad approfondire i motivi che possono giustificare la fusione.

2. Le dimensioni economiche e patrimoniali di AEM e di ASM.

Anzitutto vanno considerate le dimensioni economiche dei due gruppi e le loro recenti variazioni. In base ai risultati, ancora provvisori, dei bilanci consolidati del 2006, la fusione riguarderebbe un aggregato di circa 7.800 milioni di euro di fatturato, 1.700 milioni di euro di margine operativo lordo, 1.040 milioni di euro di risultato operativo e di 470 milioni di euro di utile netto, con tassi di crescita, rispetto all'anno precedente, del 78% per il fatturato, del 53% per il MOL, del 72 % per il RO e di appena il 4% per l'utile netto.

La distribuzione dei vari aggregati economici tra i due gruppi è assai diversa. AEM nel 2006 ha realizzato il 75% circa del fatturato e del RO dell'insieme ma appena al 60% dell'utile netto.

Anche le dimensioni patrimoniali dei due gruppi risultanti dai bilanci consolidati provvisori sono alquanto differenti. Il patrimonio netto dell'insieme si aggira su 5.470 milioni di euro con una quota del 73% circa di AEM; l'indebitamento netto è valutabile in circa 6.470 milioni di euro con una quota molto elevata (87% circa) di AEM e con rapporti debt/equity di 1,42 per AEM e di 0,60 per ASM.

Le dimensioni sopra indicate vanno però correttamente interpretate tenendo conto, in modo particolare, degli effetti dell'operazione, portata a termine nell'ottobre 2005 da AEM, per partecipare, paritetica-mente con EDF, al controllo di Edi-

D O S S I E R

son, attraverso il controllo (al 51%) di Delmi, che, a sua volta, partecipa pariteticamente (al 50%) con W-GRM (EDF) al controllo di Transalpina Energia, la quale detiene il controllo (al 63,327 % a febbraio 2007) di Edison. In sostanza la partecipazione al controllo di Edison da parte di AEM si regge su una quota direttamente facente capo al gruppo milanese pari al 16,15 % del capitale sociale di Edison. Anche la pariteticità con EDF riguarda solo il controllo proprietario (in capo a Transalpina Energia), in quanto EDF detiene un'ulteriore quota azionaria del 15-17% in Edison non partecipante al controllo.

Ciò che va qui sottolineato è l'effetto delle operazioni testé richiamate sulle dimensioni del gruppo AEM, che, secondo i principi di consolidamento in vigore, contengono, a partire dall'ottobre 2005, anche il 50% di Edison ossia una quota proporzionale alla partecipazione indiretta al controllo di Edison, non alla sua partecipazione diretta al capitale sociale di quest'ultimo gruppo. È evidente che ciò spiega in larga misura il balzo dimensionale che si rileva nel 2006, rispetto al 2005, balzo dimensionale che si ribalta sulle dimensioni dell'aggregato AEM+ASM. La rilevanza di questo aspetto è specificata nella tabella 1, riferita ai primi nove mesi del 2005, raffrontati con lo stesso periodo del 2006 separando, per quanto riguarda questo secondo periodo, gli aggregati economici riferibili solo al vecchio perimetro di consolidamento del gruppo AEM.

Un'operazione analoga non può essere condotta per gli aggregati patrimoniali. Tuttavia si può stimare, confrontando lo stato patrimoniale del gruppo AEM a fine 2004 (prima dell'operazione Delmi-Edison) con quello a fine 2005 (successivo al consolidamento di Delmi-Edison) che il patrimonio netto consolidato del gruppo sia aumentato di circa 2.200 milioni di euro e l'indebitamento netto consolidato di circa 4.200 milioni di euro.

Nel caso di ASM, si riscontrano invece significative variazioni del perimetro di consolidamento nel periodo 2004-2005, a seguito della fusione per incorporazione della società BAS s.p.a.; l'aumento di capitale sociale a seguito dell'operazione è stato di circa 38 milioni di euro e l'aumento dell'indebitamento netto consolidato di medio-lungo termine di circa 45 milioni di euro.

3. Il controllo proprietario di

AEM e di ASM. Con riferimento alle dimensioni rilevanti ai fini della probabile fusione dei due gruppi e dei problemi riguardanti il controllo proprietario dell'aggregato che potrà risultarne vanno considerati altri due elementi: l'attuale consistenza delle quote del capitale sociale detenute dagli enti locali che esercitano il controllo e le capitalizzazioni di mercato dei due gruppi.

Per quanto riguarda il primo elemento, il gruppo AEM è controllato attualmente dal comune di Milano con il 42,2% del capitale sociale.

Tuttavia la quota del comune di Milano potrebbe scendere entro il 2009 fino al 33% qualora fosse esercitata la conversione in azioni AEM di un prestito in essere, le cui obbligazioni convertibili sono detenute prevalentemente da investitori istituzionali. Il controllo del comune di Milano su AEM resterebbe comunque garantito, anche grazie ad alcune clausole statutarie che però sono attualmente sotto esame da parte dell'Unione Europea.

Il gruppo ASM è controllato dal comune di Brescia con il 69,2% del capitale sociale, cui si può aggiungere il 5% detenuto dal comune di Bergamo.

Per quanto riguarda il secondo elemento, la capitalizzazione di mercato a fine febbraio del gruppo AEM si aggira attorno ai 4.500 milioni di euro e quella del gruppo ASM attorno ai 3.400 milioni di euro.

Qualora la capitalizzazione di mercato fosse il fondamentale elemento di valutazione ai fini della fusione, ne risulterebbe la distribuzione delle quote proprietarie del nuovo aggregato di seguito indicata:

- a) Comune di Brescia: 30%
- b) Comune di Bergamo: 2%
- c) Comune di Milano (senza conversione obbligazioni): 24%
- d) Azionisti di rilievo AEM (UBS Ag, Premafin): 4%
- e) Azionisti di rilievo ASM (Fingruppo, Tassara, Amber Capital): 4%
- f) Mercato: 36%

È evidente lo schematismo delle stime testé fatte. Esse tuttavia sono sufficienti per evidenziare la dispa-

rità, a biglie ferme, della posizione bresciana, rispetto a quella milanese, a vantaggio della prima. Qualora si intendesse comunque pervenire ad un controllo paritetico sarebbe necessario un bilanciamento ottenibile in diversi modi tra cui quello di conferire al nuovo gruppo, da parte del comune di Milano, le sue attività nel campo dell'igiene urbana e del ritrattamento-confinamento dei rifiuti (AMSA), asset la cui valutazione, trattandosi di attività attualmente gestite direttamente dal comune sarebbe, però, molto delicata e che comunque probabilmente non sarebbe sufficiente a colmare il divario, anche se l'apporto di queste attività genererebbe sinergie non trascurabili che verranno considerate in seguito. È stato anche ipotizzato il conferimento delle attività in cui il comune è coinvolto direttamente nella filiera idrica, anche se esso può incontrare ostacoli non lievi di carattere giuridico. Va inoltre considerato che, nel valutare gli apporti dei due partner alla nuova entità, ciò che conta non è solo il valore patrimoniale degli asset, ma anche la loro redditività attesa. Da questo punto di vista l'attività del settore idrico non ha certamente la stessa appetibilità delle attività energetiche.

4. Le principali attività dei due gruppi nella filiera elettrica.

Per cercare di valutare le sinergie strategiche ed operative che potrebbero derivare dalla fusione è anzitutto necessario considerare le aree di atti-

D O S S I E R

vità in cui operano i due gruppi, le principali delle quali hanno un mercato di riferimento che va ben oltre il territorio, ormai contiguo, in cui essi sono radicati ed in cui si dipanano le loro reti di distribuzione dell'energia elettrica e del gas, un territorio (da Como al Garda) che presenta la maggiore densità degli insediamenti produttivi e residenziali dell'Italia del nord.

La differenza sostanziale, quanto ad aree di attività, tra AEM e ASM consiste – come è ben noto – nel fatto che il primo è un gruppo polarizzato sul settore elettrico, cui si è aggiunto, ormai da parecchi anni, quello del gas; il secondo invece è un gruppo multiutility, operante fin dalle origini in tutte le filiere dei servizi pubblici locali, ad esclusione di quella, trasferita alcuni anni orsono, dei trasporti pubblici.

Nonostante questa differenza di partenza, entrambi i gruppi, nell'ultimo quinquennio, hanno concentrato i loro investimenti sulla generazione di energia elettrica e la loro attività commerciale sulla sua vendita. Tra l'altro i due gruppi hanno da tempo in questo settore una joint-venture costituita dalla centrale termoelettrica di Cassano d'Adda che è stata recentemente (2005) ammodernata e ripotenziata. ASM inoltre presenta, nel campo della generazione elettrica, un piano industriale al 2011 particolarmente rilevante (480 milioni di euro di investimenti) e nel campo della vendita una joint-venture con Endesa Italia. Va però sottolineato che, per quanto riguarda la genera-

zione, sono decisamente più importanti, rispetto agli impianti di proprietà di AEM e di ASM, quelli di cui possono disporre, grazie alle loro partecipazioni, in Edison e Edipower (AEM) ed in Endesa Italia (ASM).

Le dimensioni dei due gruppi nel campo della generazione dell'energia elettrica possono essere valutate con modalità diverse a seconda che si consideri come riferibile al gruppo AEM il 50% della produzione di Edison (quota di consolidamento riferita la controllo indiretto) o il 16,2 % (quota corrispondente alla partecipazione diretta di AEM al capitale sociale di Edison). Riferendoci a quest'ultima quota e tenendo conto della partecipazione al 50% di Edison in Edipower, al 20% di AEM in Edipower e di quella al 20 % di ASM in Endesa Italia, si può stimare nel 2006 una produzione elettrica, riferibile all'aggregato AEM-ASM di circa 32 TWh, di cui 23,8 di pertinenza AEM.

In effetti per una più chiara evidenziazione della cospicua produzione elettrica dei due gruppi e specialmente di quelli con cui essi intrattengono relazioni di tipo equity e per meglio valutare le alternative strategiche post-fusione in quest'area fondamentale di attività conviene considerare l'intero quadro delle produzioni elettriche di Edison, Endesa Italia, Edipower, AEM e ASM illustrato nella tabella 2.

Si può stimare che la produzione dell'insieme dei gruppi sopraindicati abbia già superato nel 2006 il 32 % dell'intera produzione italiana, contro il

35 % di quella dell'*incumbent* (ENEL). Se (e in che misura) questo insieme allargato, il cui potere di mercato è già molto consistente, possa in un prossimo futuro operare in un modo armonico sul mercato elettrico nazionale contrastando l'*incumbent*, è, come si vedrà in seguito, uno degli interrogativi più ardui che si pongono dietro le quinte del processo di fusione tra AEM e ASM.

I due gruppi presentano, infatti, se considerati a se stanti, un punto di debolezza o comunque di incertezza prospettico nella generazione elettrica. Essi dispongono prevalentemente di capacità produttiva ad alta efficienza in impianti termoelettrici alimentati con il gas, ove si escluda il parco di centrali idroelettriche AEM della Valtellina, che peraltro, contribuisce alla produzione elettrica dello stesso gruppo AEM in misura limitata. Nonostante la competitività attuale degli impianti a gas ad alta efficienza sul mercato italiano, in prospettiva essi richiedono di venire integrati in sistemi che dispongano anche di impianti di base a basso costo del combustibile (carbone, rifiuti), di cui dispone, in misura non molto elevata Endesa Italia, o che possono contare anche su energia elettronucleare (EDF-Edison).

La rilevanza delle attività di trading dell'energia elettrica, i cui margini operativi unitari sono risicati e che presentano rischi economici non lievi, in entrambi i gruppi è comprovata dalle loro quantità vendute sul mercato (esclusi i clienti vincolati) che superano di parecchio quelle

prodotte nei loro impianti e negli impianti di cui hanno la disponibilità, con una netta prevalenza delle vendite dirette a clienti idonei e grossisti rispetto a quelle effettuate attraverso la borsa elettrica.

I due gruppi, a seguito dell'acquisizione delle reti di distribuzione ENEL nei loro territori di radicamento ad integrazione delle loro reti preesistenti hanno sviluppato negli ultimi anni anche attività di rilievo in questo campo regolamentato, meno remunerativo ma meno rischioso di quelli aperti al mercato. A questo proposito l'energia elettrica distribuita sulla rete AEM, che nel 2002 superava di poco i 3.000 GWh, nel 2006 ha superato i 7.600 GWh. L'estensione della rete ASM è stata più recente con un aumento dell'energia elettrica su di essa distribuita da 1.200 GWh nel 2003 ad oltre 4.500 GWh nel 2006. AEM ha peraltro ceduto recentemente a Terna la sua rete di trasmissione elettrica uscendo da un campo anch'esso regolamentato.

Come già si è accennato l'insieme delle attività svolte da AEM nella filiera elettrica sul MOL del gruppo è preponderante (86% escludendo il consolidamento di Delmi-Edison), con netta prevalenza di quelle non regolamentate (58% del MOL) rispetto a quelle regolamentate (28%), che includono tuttavia la trasmissione, recentemente – come si è già accennato – ceduta a Terna. La redditività delle attività non regolamentate è maggiore rispetto a quella delle attività regolamentate, ma si è contratta fortemente con il consoli-

D O S S I E R

damento di Delmi-Edison.

La filiera elettrica, seppure molto rilevante, incide invece sul MOL di ASM per il 57% con netta prevalenza delle attività non regolamentate (48%) rispetto a quelle regolamentate (9%). Ciò, pur consentendo al gruppo bresciano una maggiore, anche se oscillante, redditività lo espone anche a maggiori rischi in campo elettrico.

5. Le principali attività dei due gruppi nelle altre filiere.

La filiera del gas, strettamente connessa con quella elettrica negli stadi a monte (approvvigionamento e trading) specie nei gruppi – come AEM e ASM – in cui gran parte della produzione elettrica è alimentata con questa fonte di energia, presenta – come è ovvio – una notevole rilevanza nel processo di fusione oggetto di questa nota. Già in passato AEM e ASM avevano dato vita (con AMGA di Genova) a una joint-venture, denominata Plurigas, per l'approvvigionamento diretto di gas. Si può infatti fare l'ipotesi che, senza un approvvigionamento diretto di gas a condizioni vantaggiose, sia difficile essere competitivi sia nella produzione elettrica con impianti a ciclo combinato sia nella vendita ai clienti finali, inclusi quelli civili, che sono già – e saranno sempre più – in grado di rivolgersi a un fornitore di loro scelta. Tuttavia questa scelta di rafforzare la propria capacità di approvvigionamento autonomo di gas rischia di scontrarsi con analoghi

programmi dei partner dei gruppi nei quali AEM e ASM sono coinvolti (rispettivamente Edison-Edipower e Endesa Italia).

Come è noto, infatti, Edison sta sviluppando un piano industriale di notevole rilevanza nel campo dell'approvvigionamento del gas, con contratti a lungo termine con i produttori di diverse aree geopolitiche e con la partecipazione agli investimenti in infrastrutture fisse di trasporto (gasdotto Grecia-Italia e gasdotto Algeria-Sardegna-Toscana) e in impianti di rigassificazione del GNL (impianto off-shore di Porto Levante – Rovigo). La *mission* di Edison in questo campo non va considerata solo su scala nazionale, ma sembra costituire la testa di ponte per potere operare a tutto campo in questo settore da parte di EdF che incontra ovvi ostacoli in Francia per la presenza di GdF storico concorrente-fratello (la vendita di elettricità e gas sta solo adesso per essere separata) controllato anch'esso dallo stato francese. Anche Endesa ha proposto di realizzare un terminale di GNL nell'Alto Adriatico in modo da entrare in questo business sia per alimentare le proprie centrali sia per coinvolgere terzi.

In ogni caso finora il consorzio Plurigas è stato un successo a metà: nel 2005, ad esempio, Plurigas ha approvvigionato per AEM e ASM 2,5 miliardi di metri cubi su un approvvigionamento complessivo di entrambi i gruppi di 3,7 miliardi di metri cubi, il che significa che sia AEM che ASM non hanno rinunciato ad

acquistare gas anche in modo autonomo (e in qualche caso a pensare ad altre alleanze).

In passato la vendita di gas, specie per usi civili, garantiva una buona redditività. Nel caso di AEM le attività di vendita incidono per il 16% sul MOL, conglobando però anche quelle di vendita di calore, ma la loro redditività è assai bassa e decrescente a seguito delle ben note decisioni dell'Autorità dell'energia elettrica e il gas che ha cercato di contenere la dinamica dei prezzi. Nel caso di ASM le attività di vendita del gas incidono per il 7,4% sul MOL del gruppo con una redditività anch'essa bassa.

Le attività di distribuzione del gas (reti), molto concentrate nel caso di AEM e più disperse in quello di ASM che opera anche in Abruzzo, in Trentino e in altri territori, incidono sul MOL dei due gruppi rispettivamente per l'11,8 % e per il 7,6%. Anche per queste attività la redditività è relativamente bassa (e potrebbe forse essere aumentata con un'integrazione dei due gruppi), ma ha un grado di rischio molto basso compensando così l'elevata rischiosità di altre attività. A tale proposito nel recente passato i vertici AEM e ASM hanno mostrato un atteggiamento molto diverso: ASM ha incrementato la sua presenza nella distribuzione del gas acquistando nuove reti, per i responsabili di AEM invece la distribuzione gas è parsa un'attività potenzialmente abbandonabile e comunque da non estendere oltre le aree contigue.

Un'altra grande differenza tra i due gruppi è costituita dall'importanza del teleriscaldamento che, come è noto, è stato sviluppato in maniera massiccia da ASM mentre finora ha avuto un peso marginale per AEM. L'incidenza di questo settore sul MOL di ASM (14%) è destinata ad aumentare nei prossimi anni, in quanto, ultimate le reti nell'area bresciana, è ora in fase iniziale l'allestimento della rete nell'area di Bergamo. Ciò che qualifica l'impegno di ASM in questo campo è la prevalente utilizzazione dei rifiuti per generare calore attraverso termovalorizzatori. Sotto il profilo della redditività, pur richiedendo investimenti a ritorno differito, il teleriscaldamento abbinato all'incenerimento dei rifiuti dà sicuramente ad ASM un ritorno interessante specie se si considera che – come gli altri servizi a rete radicati in specifici territori – opera come un'attività a rischio economico contenuto. In prospettiva anche AEM potrebbe sviluppare su vasta scala l'integrazione incenerimento dei rifiuti–teleriscaldamento.

Per quanto riguarda infine le altre filiere (ciclo idrico, servizi ambientali e servizi vari) esse sono presenti e sviluppate in ASM secondo la logica *multiutility* che caratterizza il gruppo. Sono invece assenti in AEM. Nel loro insieme le attività svolte in queste filiere incidono per il 14% sul MOL di ASM e in misura superiore sugli investimenti programmati. La loro redditività, assai diversa nei singoli stadi delle filiere in esame, ha presentato complessivamente un incremento nel corso del 2006.

6. Le possibili sinergie di carattere strategico.

Il processo di fusione tra i gruppi ASM e AEM, nonostante i problemi di difficile soluzione che ancora pone, può essere giustificato dal conseguimento di sinergie positive di carattere sia strategico che operativo, la cui entità è peraltro non poco condizionata, a nostro avviso, da due fattori essenziali:

- a. l'evoluzione delle relazioni con i grandi gruppi (EDF-Edison sul versante AEM ed Endesa Italia, di cui non è nota la fine della controllante Endesa contesa prima da Gas Natural, poi da E-On e infine da Enel, sul versante ASM);
- b. le soluzioni che verranno adottate per quanto attiene le strutture organizzative e le modalità di governance e di controllo proprietario del gruppo risultante dalla fusione.

Un primo elemento, di per sé significativo, ma non tale da consentire di valutare le sinergie strategiche ed operative conseguibili attraverso la fusione, è la formazione, attraverso un processo di crescita integrativa di dimensioni ragguardevoli, del maggiore gruppo italiano originato da ex utilities pubbliche locali, sulle cui dimensioni ci siamo già intrattenuti all'inizio di questa nota. La crescita dimensionale consente senza dubbio di conseguire alcune economie di scala, specie di sistema, la cui entità non va comunque sopravvalutata. Assai più rilevanti, ma condizionati dai due fattori fondamentali sopra indicati, sono invece gli incrementi del potere di mercato connessi con la crescita dimensionale, specie nell'u-

stream elettrico e del gas, ossia in campi di attività caratterizzati, a livello anzitutto europeo, da un'elevata e crescente concentrazione dell'offerta.

L'elemento dimensionale, unitamente ad altri fattori concomitanti (buoni risultati economico-finanziari di entrambi i gruppi, disponibilità dei vertici degli enti locali controllanti ad assecondare il processo di fusione, disponibilità del management dei due gruppi ad individuare assetti organizzativi e di governance condivisi, atteggiamento favorevole del nuovo governo nei confronti dell'ipotesi di fusione) ha determinato, come è noto, una risposta particolarmente positiva della comunità finanziaria fin dai primi annunci della probabile fusione, che ha trovato riscontro in una crescita senza precedenti delle quotazioni di Borsa dei due gruppi (specie di ASM) e delle loro capitalizzazioni di mercato, documentate nella tab. 3.

Dopo questa ondata di euforia, è cominciata una più attenta e più concreta fase di riflessione e di confronto, tuttora in corso.

Da parte nostra ci limitiamo a cercare di ordinare, molto sinteticamente, alcuni spunti di riflessione sulle sinergie strategiche ed operative conseguibili e sulle condizioni, peraltro alternative, di contesto in cui esse possono inserirsi.

Il primo – e più rilevante – campo di attività in cui possono manifestarsi sinergie strategiche, peraltro differenti a seconda degli scenari di contesto che si andranno configurando,

è quello riguardante le attività del gruppo risultanti dalla probabile fusione nell'upstream elettrico e le connesse attività nell'approvvigionamento del gas per usi termoelettrici. Si possono in proposito formulare diverse ipotesi, che dipendono in misura rilevante dalla conclusione della vicenda Endesa (tuttora aperta a molte soluzioni, compresa quella che E.On sposti l'attacco, magari tatticamente, da Endesa ad Enel disegnando uno scenario che qui non consideriamo) e dalle strategie che i grandi player europei adotteranno sul mercato italiano.

Una prima ipotesi è che, attraverso una gestione attenta delle relazioni cooperative e delle potenzialità di integrazione delle diverse attività, il nuovo gruppo sviluppi un'autonoma strategia di posizionamento competitivo sul mercato italiano, indipendente, entro certi limiti, da quelle degli altri leaders europei (in particolare EDF) con proiezioni, a più lungo termine, anche di carattere internazionale. Una strategia di questo tipo potrebbe configurarsi, in particolare, nel caso, non improbabile, in cui venisse meno il controllo paritetico su Edison da parte di AEM e la stessa Edison si trasformasse anche formalmente (come nei fatti già accade) in una sussidiaria di EDF, rilevante non solo come strumento del presidio del mercato elettrico italiano da parte del leader europeo, ma anche per la "mission", non solo nazionale, di cui Edison già dispone nel campo degli approvvigionamenti di gas e di GNL. In questa ipotesi biso-

gnerebbe trovare il modo di sciogliere il matrimonio AEM-EdF in modo soddisfacente per entrambi i partners (per esempio AEM potrebbe acquisire la quota EdF in Edipower e abbandonare la sua partecipazione in Edison) mantenendo, se possibile, alcuni rapporti di cooperazione (per esempio nell'approvvigionamento di gas). Questo scenario verrebbe rafforzato se Enel acquisisse una partecipazione di rilievo in Endesa. In questo caso appare poco probabile che le Autorità antitrust consentano ad Enel-Endesa di mantenere il controllo di Endesa Italia e quindi ASM potrebbe coronare il suo vecchio sogno di diventare l'azionista di riferimento dell'ex-Genco (Elettrogen) acquisita nel 2001 con Endesa. Il gruppo ASM-AEM in questo caso assumerebbe una forza tale da farlo il secondo gruppo elettrico italiano e potrebbe avere ulteriori ambizioni di crescita all'estero.

Una seconda ipotesi, invece, può essere formulata, seppure in modo semplificato, nei seguenti termini: il nuovo gruppo si inserisce in una sorta di coalizione che ha come vertici strategici EDF ed E.On (se questa riuscisse a conquistare Endesa) o Endesa (se questa, alla fine, riuscisse a rimanere indipendente tenendo a bada i molti pretendenti). In questo caso AEM-ASM, seppure operando prevalentemente sul mercato italiano, si collocherebbe come una parte non irrilevante del sistema oligopolistico europeo che caratterizza l'upstream elettrico. In questa ipotesi, sarebbero le strategie competitive di

D O S S I E R

EDF ed E.On (o di Endesa) a determinare il comportamento di AEM-ASM. Se i due leader europei decidessero di non competere tra di loro in Italia, ma al massimo di competere con l'incumbent Enel, il menage a tre sarebbe possibile, ed anzi AEM-ASM svolgerebbero il ruolo di trait-d'union tra i due grandi operatori (ammesso che l'Autorità anti-trust non abbia motivi per intervenire). Se invece il controllore di Endesa Italia e EdF assumessero comportamenti di reciproca competizione, è chiaro che il menage a tre diventerebbe insostenibile e AEM-ASM dovrebbero scegliere se stare con EdF o con il controllore di Endesa Italia sulla base dei rispettivi vantaggi delle due scelte.

7. Le possibili sinergie di carattere operativo. Assai meno problematica, ma fortemente vincolata dall'efficace soluzione dei problemi riguardanti le strutture organizzative / la governance del nuovo gruppo, è la prospettiva di realizzare, attraverso la fusione, significative sinergie operative in vari campi di attività, a cominciare dallo sviluppo di attività di generazione elettrica e di approvvigionamento di gas, senza trascurare la gestione delle reti di distribuzione (come è avvenuto con lo sviluppo aggregativo di Hera) e lo sviluppo delle reti di teleriscaldamento. Il nuovo gruppo potrebbe più facilmente trovare le risorse per diversificarsi nella generazione elettrica riducendo il rischio legato all'eccessiva

dipendenza da impianti a ciclo combinato a gas. Un modo sicuramente interessante e redditizio potrebbe essere quello di incrementare gli impianti cogenerativi associati al teleriscaldamento alimentati con rifiuti urbani. In questo campo specifico l'ipotesi di un apporto di AMSA da parte di AEM potrebbe connettersi con quella di realizzare, anche nell'area milanese e su dimensioni assai ampie, la termovalorizzazione dei rifiuti per alimentare nuove reti di teleriscaldamento, valorizzando il consolidato ed avanzato know-how specifico di ASM.

Altri campi in cui potrebbero essere realizzate significative sinergie operative, sempre nell'ipotesi di conferimento di AMSA, sono quelli della filiera ambientale che – come dimostra chiaramente l'esperienza di Hera – includono impianti ad elevate economie di scala, che richiedono assai ampi bacini di utenza ed una gestione centralizzata, ed attività che, al contrario, possono essere ottimizzate in bacini di utenza ridotti a gestione decentrata.

Lo sviluppo di queste attività potrebbe poi estendersi oltre le aree di attività tradizionale di AEM e ASM coinvolgendo, in prospettiva, altri comuni da invitare a far parte della nuova alleanza. In effetti, come dimostra il caso di Bergamo, la partecipazione nell'azionariato del nuovo gruppo da parte di diversi comuni potrebbe favorire il mantenimento di rapporti privilegiati (ma anche redditizi) per lo svolgimento di servizi energetico-ambientali che rientrano

nelle preoccupazioni delle amministrazioni locali.

Un'altra area in cui possono dischiudersi sinergie è quella della gestione finanziaria. L'elevato indebitamento netto di AEM si contrappone infatti – come si è visto – al relativamente basso rapporto debt/equity di ASM che, tuttavia, nelle ipotesi relative al finanziamento degli ingenti investimenti previsti nel suo piano industriale, dovrebbe crescere, comunque entro il livello di uno.

8. L'ostacolo della definizione del governo dell'impresa.

Informazioni di stampa aggiornate a fine febbraio 2007 danno per possibile l'accordo dei due azionisti di riferimento di AEM (il sindaco di Milano) e di ASM (il sindaco di Brescia) per fare la fusione. Rimarrebbero ancora aperti soprattutto il tema del concambio, cioè del valore relativo delle due aziende, e della governance. Come si è già detto, non è certo possibile in questa nota entrare nel merito del tema del concambio tra azioni AEM e ASM e quindi del valore delle partecipazioni dei comuni di Milano e di Brescia. Ciò che rileva è che il Comune di Milano ha sempre dichiarato di voler essere (almeno) in condizioni di parità con quello di Brescia. Tuttavia, come si è visto in precedenza, prendendo a riferimento le quotazioni di borsa di fine febbraio, il Comune di Brescia diverrebbe proprietario di circa il 30% della nuova entità e quello di Milano "solo" del 24%. Va inoltre tenuto pre-

sente che il Comune di Milano ha emesso obbligazioni convertibili (con scadenza 2009) per l'8,8% delle azioni di AEM e quindi che, se tutti i diritti di conversione fossero esercitati (come è probabile alle quotazioni attuali), la quota del comune di Milano scenderebbe al 19%.

Dietro alla questione della partecipazione azionaria dei due comuni di riferimento si celano però due problemi che non possono essere sottaciuti riguardanti i poteri di indirizzo e i poteri gestionali nel nuovo gruppo.

Per quanto riguarda i poteri di indirizzo, finora non è stata data una risposta esplicita all'interrogativo: si vuole dar vita a una società contendibile o no? Se si vuole dar vita a una società potenzialmente contendibile, l'unico interesse dei due comuni non può che essere quello di massimizzare il valore dei loro asset. Non ha alcuna importanza chi sia in maggioranza e ognuno deve prendere atto del valore di ciò che conferisce. Se invece si vuol dar vita a una società non contendibile, allora bisogna pensare a patti di sindacato che blindino il controllo e può essere importante per ciascuno la propria quota azionaria perché può dare diritto a una primazia nella fissazione degli indirizzi (e non solo). Tuttavia come si può pensare che rimanga possibile per i Comuni esercitare una qualche pressione sul nuovo soggetto perché raccolga le loro esigenze di fornitura di servizi al territorio se queste non sono redditizie? Ecco perché personalmente riteniamo che sia da seguire la prima soluzione. Nel momento

D O S S I E R

in cui le due utilities sono diventate società quotate è chiaro che hanno anche assunto come logica operativa quella di tutte le società quotate: massimizzare il valore per gli azionisti tramite il perseguimento dei profitti e della crescita. Va ovviamente tenuto presente che, nel momento in cui i comuni si comportano come azionisti "privati", vi è la possibilità che in futuro possano anche vendere una parte (o tutta) la loro quota e quindi che la società diventi scalabile. Questa possibilità non è immediata, ma è del tutto fisiologica in una logica di mercato.

La seconda questione riguarda invece l'organizzazione e il funzionamento operativo della nuova società. Da un punto di vista dell'efficienza gestionale è ovviamente preferibile che vi sia una piena integrazione tra le due società di partenza invece che la semplice creazione di una holding che controlla AEM e ASM lasciate sopravvivere come realtà distinte. Se così non fosse, sarebbe più difficile cogliere tutte le sinergie possibili dalla fusione dei due gruppi. Supposto quindi che si arrivi a una piena integrazione delle due realtà, resta però da vedere che tipo di organizzazione verrà scelta. Ad esempio potrebbero essere create società separate per funzioni (generazione elettrica, trading di elettricità e gas, gestione delle reti, teleriscaldamento...). Ciò potrebbe facilitare la ripartizione delle attribuzioni delle responsabilità tra gli attuali gruppi dirigenti delle due società e soddisfare anche alcune esigenze localistiche di dislocazione

su più centri territoriali del vertice aziendale.

I lunghi tempi impiegati per risolvere il problema organizzativo e di attribuzione delle responsabilità confermano che è molto più difficile realizzare una fusione ovvero un "matrimonio tra uguali" che un'acquisizione in cui è chiaro chi compra e chi è comperato. Secondo notizie di stampa, si starebbe pensando a una distinzione tra un "comitato di sorveglianza" e un "comitato operativo" sul modello tedesco. Su questo tema non si può che rimanere in attesa dell'esito delle trattative in corso, ma si possono avanzare alcune considerazioni a modo di conclusione.

9. Considerazioni conclusive: si può parlare di modello RWE?

La fusione di AEM e ASM è stata recentemente paragonata al processo di crescita aggregativa di utilities municipali che ha portato alla costituzione di RWE in Germania. È evidente che il confronto va preso molto con le pinze perché RWE è un colosso dalle dimensioni ben diverse di quelle dell'eventuale gruppo AEM-ASM (RWE capitalizzava a fine 2006 46,5 miliardi di euro e nel 2006 ha fatturato 44,3 miliardi di euro di cui il 40% realizzato all'estero. Nel settore elettrico è il primo produttore in Germania, ha a disposizione 43 GW di potenza di cui 26 a carbone o nucleare e ha prodotto 244 TWh vendendone 312 a 15,8 milioni di clienti. Nel gas ha prodotto 3 miliardi di mc e ne ha venduti 35 a 7,7 milioni

di clienti. Inoltre fino a fine 2006 RWE era la prima società privata fornitrice di acqua al mondo con alcune decine di milioni di clienti). Tuttavia è anche vero che la storia di RWE presenta qualche similitudine: creata nel 1898, le municipalità sono entrate nel suo capitale nel 1905 e hanno avuto la maggioranza assoluta dei diritti di voto tra il 1924 e il 1998. Ancora oggi le municipalità possiedono il 31% ca. del capitale (e il 32,9% dei diritti di voto, di cui però solo l'11,1% legati da un patto di sindacato). Un'altra similitudine sta nel fatto che RWE è cresciuta aggregando progressivamente e integrando diverse utilities locali (tale processo è continuato fino ad oggi) partecipate o possedute dalle amministrazioni comunali o regionali.

Un'altra ragione per la quale forse si è voluto paragonare la ventilata fusione AEM-ASM con RWE è che questo gruppo, se confrontato con E.ON suo principale concorrente in Germania, sembra più orientato a una strategia multi-servizi e con un approccio meno aggressivo nel perseguimento della crescita e dei profitti. A nostro parere questa opinione si rivela in larga parte errata se si guardano i comportamenti e le dichiarazioni recenti di RWE. Il vertice di RWE, dopo aver ceduto nel dicembre 2006 Thames Water, pensa di realizzare l'IPO di American Water nel 2007 e comunque considera il business dell'acqua un'attività da ridurre fortemente o da abbandonare. Lo stesso è stato fatto nel settore rifiuti, praticamente abbandonato dal

2004 (per non parlare di quello delle telecom abbandonato ancora prima). Entrambi i gruppi dichiarano quindi di voler essere due *gruppi energetici integrati nel settore dell'elettricità e del gas* poco interessati a tutte le altre attività non strettamente collegate. Entrambi dichiarano di voler praticare una politica di controllo dei costi, di crescita dei risultati economici e di elevata distribuzione dei profitti tramite i dividendi.

Se comunque si volesse accettare il confronto con RWE per capire la possibile evoluzione del gruppo AEM-ASM post-fusione bisognerebbe concludere che la nuova entità è condannata, se ci riesce, a diventare un gruppo energetico che rafforza la sua presenza nell'upstream (generazione elettrica e approvvigionamento di gas), area nella quale è ancora molto debole. Naturalmente il successo non è affatto scontato, anche se un buon rapporto con il territorio può aiutare.

Da ultimo il confronto con RWE è stato fatto anche per suggerire che il sistema di governance potrebbe essere basato su due organismi: un "supervisory board" e un "executive board". Il primo, corrispondente al nostro consiglio di amministrazione, svolgerebbe una funzione di controllo, ma non avrebbe nessuna delega operativa. Il secondo invece sarebbe nominato dal primo e avrebbe tutti i poteri gestionali. Come è noto, questa soluzione non è specifica di RWE ma è tipica di molte grandi imprese tedesche. Nel supervisory board (che possiede al suo interno alcuni sotto-

D O S S I E R

comitati) vi sono da un lato rappresentanti degli azionisti (spesso responsabili di altre grandi imprese, di banche, di assicurazioni...) e dall'altro i rappresentanti dei lavoratori. Nel caso di RWE nel supervisory board composto da 20 persone siedono, assieme ad altri rappresentanti degli azionisti, anche i sindaci delle città di Essen, Dortmund e Mülheim, mentre tra i rappresentanti dei lavoratori vi è anche il segretario del sindacato dell'IG Metall. L'executive board di RWE, invece, è composto da cinque persone alle quali si applica piuttosto rigidamente (negli ultimi tempi) la regola del pensionamento a 60 anni.

Può un meccanismo del genere, tipicamente tedesco, essere trasferito in Italia? Non sembra cosa facile, ma ammesso che il problema centrale sia quello della scelta dei responsabili gestionali (dentro o fuori dal consi-

glio di amministrazione) va ricordato che in RWE questa scelta non viene certamente fatta dai sindaci delle città che partecipano al "nocciolo duro" del suo controllo. In effetti RWE è sempre più una public company con la maggioranza del suo capitale detenuto da investitori istituzionali (per più della metà stranieri) orientati quindi a guardare esclusivamente alle performance aziendali.

Ma questa prospettiva è ovviamente ancora molto lontana per AEM-ASM. Ai responsabili politici e in particolare ai sindaci di Milano e Brescia— si chiede semplicemente di decidere se vogliono dare una chance ad AEM-ASM di provare a diventare un player energetico su scala più ampia (senza garanzia di riuscita) oppure se vogliono mantenere le due società sotto il loro controllo limitandone di fatto le possibilità di sviluppo.

Tab. 1 – Le dimensioni di AEM e di ASM risultanti dai bilanci consolidati dei due gruppi nei primi nove mesi del 2005 e del 2006

Aggregati	AEM con consolidamento Delmi e Ecodeco		AEM senza consolidamento Delmi e Ecodeco		ASM	
	Gen./set. 2005	Gen./set. 2006	Gen./set. 2005	Gen./set. 2006	Gen./set. 2005	Gen./set. 2006
Ricavi e altri proventi operativi	1.410	5.108	1.410	2.001	1.181	1.485
Margine operativo lordo	348	1.097	348	438	224	274
Risultato operativo netto	210	623	210	293	132	174
Utile lordo (comprese minorities)	220	469	220		117	252
Utile netto di pertinenza del gruppo post-imposte e minorities	167	228	167		101	185 ¹
	31.12.05	30.09.06			31.12.05	30.09.06
Patrimonio netto	3.689	4.08			1.408	1.469
Indebitamento finanziario netto	5.716	5.456			702	751
Capitale investito netto	9.405	9.484			2.110	2.220

1) compresi 30 milioni di euro derivanti dall'effetto straordinario operato da Endesa per riallineamento del valore fiscale delle immobilizzazioni al valore contabile delle stesse

D O S S I E R

Tab. 2 – Produzione di energia elettrica nel 2006 (TWh) (dati provvisori)

Imprese	TWh	% su totale Italia
Edison	40,0	13,3
Endesa Italia	25,1	8,4
Edipower	25,0	8,3
AEM	5,0	1,7
ASM	3,2	1,1
Totale	98,3	32,8

Tab. 3 – Capitalizzazione di mercato dei gruppi AEM e ASM (milioni di €) e suo rapporto con il capitale investito netto

Gruppi	31.12.05 A	30.06.06 B	30.09.06 C	+% B/A	+% C/B	+% C/A
Capitalizzazione di mercato						
AEM	2.921	3.241	3.872	+11,0	+19,5	+32,6
ASM	1.984	2.177	3.032	+9,7	+38,7	+52,8
Gruppi	31.12.05 A		30.09.06 C	+-% B/A	+-% C/B	+% C/A
Rapporto cap. merc./cap. in. netto						
AEM ²	0,31		0,42			+35,4
ASM	0,94		1,36			+44,7

2) I bassi rapporti che si rilevano per AEM dipendono dal fatto che il capitale investito netto consolida il 50% di quello di Edison (controllo indiretto), mentre la partecipazione diretta ad Edison di AEM (rilevante per la comunità finanziaria).